MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS

VIEŠOJO VALDYMO IR VERSLO FAKULTETAS

LOLITA SINKIEVIČIŪTĖ

LISTINGUOJAMŲ BALTIJOS ŠALIŲ ĮMONIŲ DIVIDENDŲ POLITIKOS POKYČIAI COVID-19 KONTEKSTE

Magistro baigiamasis darbas

Vadovas:

Prof. dr. Lukas Giriūnas

VILNIUS, 2022

MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS

VIEŠOJO VALDYMO IR VERSLO FAKULTETAS

LISTINGUOJAMŲ BALTIJOS ŠALIŲ ĮMONIŲ DIVIDENDŲ POLITIKOS POKYČIAI COVID-19 KONTEKSTE

Finansų valdymo magistro baigiamasis darbas
Studijų programa 6211LX065

Konsultantas
pavardė
2022

Vadovas
Prof. dr. L. Giriūnas
2022-05-05

Rezencentas
pavardė
2022

Atliko
Studentė
L. Sinkevičiūtė
2022-05-02

VILNIUS, 2022

TURINYS

LENTELIŲ SĄRAŠAS **4**
PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS **5**
ĮVADAS **6**
1. DIVIDENDŲ POLITIKOS FORMAVIMO TEORINIAI ASPEKTAI **9**
1.1. Dividendų politikos samprata **9**
1.2. Dividendų politikos teorijos **16**
1.3. Dividendų politikos formavimo veiksniai **23**
1.4. Dividendų teisinis reguliavimas Lietuvoje **28**
2. TYRIMO DIZAINAS **34**
3. LISTINGUOJAMŲ BALTIJOS ŠALIŲ ĮMONIŲ DIVIDENDŲ POLITIKOS YPATUMŲ IR ĮTAKOS REZULTATAMS COVID-19 KONTEKSTE TYRIMAS **37**
3.1. Dividendų politikos tarp listinguojamų Baltijos šalių įmonių tendencijų 2016-2020 m. analizė **37**
3.2. Dividendus mokėjusių ir nemokėjusių listinguojamų Baltijos šalių įmonių pelningumo rezultatų analizė **43**
3.3. Dividendus mokėjusių ir nemokėjusių listinguojamų Baltijos šalių įmonių augimo ir akcijų pelningumo analizė **50**
IŠVADOS IR SIŪLYMAI **57**
LITERATŪRA **59**
ANOTACIJA LIETUVIŲ IR ANGLŲ KALBOMIS **64**
SANTRAUKA LIETUVIŲ KALBA **65**
SANTRAUKA ANGLŲ KALBA **66**
PRIEDAI **67**

LENTELIŲ SĄRAŠAS

1 lentelė. Dividendų politikos teorijų apibendrinimas 22
2 lentelė. Dividendų politikos formavimo veiksniai 23
3 lentelė. Dividendų apmokestinimo tarifai 30
4 lentelė. Tyrime taikomi santykiniai finansiniai rodikliai 36
5 lentelė. 2020 m. dividendų išmokėjimą didinusios įmonės 38
6 lentelė. Dividendų nemokėjusių Estijos įmonių pelningumo rodikliai 2020 m. 43
7 lentelė. Dividendų nemokėjusių Lietuvos įmonių pelningumo rodikliai 2020 m. 44
8 lentelė. Dividendų nemokėjusių Lietuvos įmonių pelningumo rodikliai 2020 m. 45
9 lentelė. Dividendus mokėjusių Baltijos šalių įmonių pelningumo rodikliai 2020 m. 46
10 lentelė. Grynasis pelningumas tarp dividendus mokėjusių ir nemokėjusių listinguojamų Baltijos šalių įmonių 47
11 lentelė. EBIT pelningumas tarp dividendus mokėjusių ir nemokėjusių listinguojamų Baltijos šalių įmonių 47
12 lentelė. ROA tarp dividendus mokėjusių ir nemokėjusių listinguojamų Baltijos šalių įmonių ... 48
13 lentelė. ROE tarp dividendus mokėjusių ir nemokėjusių listinguojamų Baltijos šalių įmonių.... 48
14 lentelė. ROIC tarp dividendus mokėjusių ir nemokėjusių listinguojamų Baltijos šalių įmonių .. 49
15 lentelė. Pelningai 2020 m. dirbusių įmonių pelningumo rodiklių palyginimas pagal dividendų politiką 49
16 lentelė. Dividendų nemokėjusių Estijos įmonių augimo ir akcijų pelningumo rodikliai 2020 m. 51
17 lentelė. Dividendų nemokėjusių Lietuvos įmonių augimo ir akcijų pelningumo rodikliai 2020 m. 52
18 lentelė. Dividendų nemokėjusių Latvijos įmonių augimo ir akcijų pelningumo rodikliai 2020 m. 53
19 lentelė. Dividendus mokėjusių Baltijos šalių įmonių augimo ir akcijų pelningumo rodikliai 53
20 lentelė. Pajamų augimas tarp dividendus mokėjusių ir nemokėjusių listinguojamų Baltijos šalių įmonių 54
21 lentelė. Turto augimas tarp dividendus mokėjusių ir nemokėjusių listinguojamų Baltijos šalių įmonių 54
22 lentelė. Akcijų pelningumas tarp dividendus mokėjusių ir nemokėjusių listinguojamų Baltijos šalių įmonių 55
23 lentelė. Pelningai 2020 m. dirbusių įmonių augimo ir akcijų pelningumo rodiklių palyginimas pagal dividendų politiką 55

PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

1 pav. Dividendų politikos tipai 11
2 pav. Dividendų politikos turinys 15
3 pav. Dividendų išmokėjimo normos įtaka akcijų kainai pagal Dividendų nereikšmingumo teoriją 16
4 pav. Dividendų išmokėjimo normos įtaka akcijų kainai pagal „Žvirblio rankoje“ teoriją 17
5 pav. Dividendų politikos formavimo veiksniai 24
6 pav. Dividendų apsimestiniai dariniai 32
7 pav. Tyrimo eigos schema 34
8 pav. Dividendus išmokėjusių listinguojamų Baltijos šalių įmonių dalis 37
9 pav. Dividendus išmokėjusių listinguojamų Baltijos šalių dividendų tenkančių vienai akcijai vidurkiai 38
10 pav. Dividendus išmokėjusių listinguojamų įmonių dalis Estijoje, Lietuvoje, Latvijoje 39
11 pav. Dividendus mokėjusių tenkančių vienai akcijai vidurkiai tarp listinguojamų įmonių Estijoje, Lietuvoje ir Latvijoje 40
12 pav. Pastoviai dividendus mokėjusių listinguojamų Baltijos šalių įmonių dividendų dinamika . 41
13 pav. Dividendų pajamingumo vidurkiai Baltijos šalyse 41
14 pav. Dividendų pajamingumo vidurkiai Estijoje, Lietuvoje ir Latvijoje 42

ĮVADAS

Aktualumas. Nors nuo modernios finansų teorijos atsiradimo domino daugelį finansų analitikų, dividendai lieka viena iš neišspręstų finansų srities problemų (Rahman, 2018). Kelis pastaruosius dešimtmečius dividendų politikos poveikis akcininkų materialinei gerovei buvo daugybės finansinių tyrimų diskusijų centre. Dividendų politikos pasirinkimas laikoma vienu svarbiausių įmonės finansinių sprendimų. Tam, kad įmonė padidintų savo investicinį patrauklumą ir tuo pačiu galėtų reguliuoti akcijų rinkos vertę, turi formuoti efektyvią dividendų politiką (Gostkowska-Drzewicka & Majerowska, 2019). Dividendai paliečia kelias interesų grupes – akcininkus ir įmones. Akcininkai tikisi gauti dividendus, tačiau lėšos reikalingos ir įmonės veiklos plėtrai, todėl iš dalies įmonės ir akcininko poreikiai prieštarauja vieni kitiems. Kita vertus, akcininkai taip pat suinteresuoti įmonės augimu ir didesniu pelningumu ateityje, todėl atsakymai į dividendų politikos klausimus tampa sudėtingi. Siekiama maksimaliai suderinti įmonės ir akcininkų interesus, augimo poreikį ir šiandienos finansinę grąžą (Pinto & Rastogi, 2019). Taip pat atsižvelgtina į tai, kad didesnius dividendus mokanti įmonė yra labiau priklausoma nuo išorės finansavimo, o tai padidina veiklos riziką. Taigi kuo įdėmiau žvelgiama į dividendų politikos veiksnius ir padarinius, tuo daugiau klausimų kyla. Dividendų politikos formavimas ir analizė prilyginama sudėtingai finansinei dėlionei (Tahir & Mushtaq, 2016).

Diskusijos dėl dividendų politikos nepraranda aktualumo. Mokslininkai taikydami įvairius teorinius modelius ir atlikdami empirinius tyrimus siekia nustatyti dividendų politikos veiksnius ir poveikį. Vienuose moksliniuose tyrimuose dividendų politika laikoma svarbiu finansinės teorijos elementu, kur laikomasi prielaidos, jog didesnis dividendų dydis didina įmonės vertę ir atitinkamai akcijų kainas. Kiti moksliniai tyrimai palaiko prielaidą, jog didesni dividendai yra atitinkamai apmokestinami, dėl to mažina įmonės akcijų vertę ir akcijų kainas. Nepaisant gausių tyrimų, vis dar nėra prieita vieningos nuomonės apie dividendų politiką. Empirinių tyrimų rezultatai nesuderinami ar sunkiai paaiškinami viena teorija. Be to, svarbu atsižvelgti ir į tai, kad dividendų politika kinta priklausomai nuo laikotarpio, geografinio regiono ir sektoriaus. Formuojasi naujos dividendų politikos tendencijos, tai reiškia, kad aktualus nuolatinis įvairių regionų ir sektorių dividendų politikos tyrinėjimas (Charbti, 2020).

Vienas iš šiuo metu itin aktualių dividendų politikos aspektų – dividendų politikos formavimas COVID-19 sukeltos įtampos kontekste. COVID-19 sukelta krizė buvo neabejotinai vienas didžiausių pastarųjų dešimtmečių sukrėtimų, kuris atsiliepė ir ekonomikai. Mokslinėje literatūroje keliama prielaida, kad įmonių vadovams būdingas nenoras krizinėmis sąlygomis sumažinti dividendus aštrina interesų tarp įmonių vadovų ir akcininkų konfliktą bei galiausiai neigiamai paveikia įmonių vertę (Mazur, Dang & Vo, 2020; Ali, 2021). Ši prielaida bent buvo

patvirtinta keliose mokslinėse studijose (Mazur et al., 2020, Ali, 2021), tačiau dividendų politikos formavimui būdingus lokalumo veiksnius, reikalingi tyrimai atskleidžiantys COVID-19 pandemijos įtakos dividendų politikai ir jos rezultatams veiksnius skirtinguose regionuose. Baltijos regione dividendų politika nagrinėta minimaliai, dar labiau trūksta tyrimų, kurie apimtų ekonominio sukrėtimo, šiuo atveju – pandemijos, kontekstą.

Ištirtumas. Vertinant užsienio literatūrą, galima teigti, kad dividendų politikos ištirtumo lygis yra aukštas, publikuota daugybė mokslinių straipsnių, kuriuose nagrinėjami tiek dividendų politikos veiksniai, tiek poveikis įmonės rezultatams. Dividendų politikos veiksnius nagrinėjo Singhania ir Gupta (2012), Demirgunes (2015), Kuzucu (2015), Tahir ir Mushtaq (2016), Gostkowska-Drzewicka ir Majerowska (2019), Pinto ir Rastogi (2019), Roj (2019). Charbti (2020) dėmesį skyrė mažiau nagrinėtam iracionalumo dividendų politikos formavime aspektui. Floyd, Li ir Skinner (2015), Mazur ir kt. (2020) nagrinėjo dividendų politikos pokyčius finansinės krizės metu. Signalo efektą dividendų politikos empiriniais tyrimais vertino – Gupta ir Aggarwal (2018), Raei, Moradi ir Eskandar (2012). Itin gausiai nagrinėta dividendų politikos įtaka įmonių vertei ir akcijų kainoms – šios srities tyrimus yra atlikę Okafor, Mgbame ir Chiijoke-Mgbame (2011), Hooi, Albaity ir Ibn Ibrahimy (2015), Mikluš ir Oplotnik (2016), Soewarno, Yulia Arifin ir Tjahjadi, B. (2017), Zainudin, Mahdzan ir Yet (2018), Ismawati (2018), Camilleri, Grima ir Grima (2018), Ahmad, Iftikhar, Ejaz, Baig, Nadeem ir Shahid (2019), Hassanudin (2021). Subramaniam, Shaiban ir Suppiah (2014) vertino, kaip dividendų politika veikia įmonių augimo galimybes. Dividendų politikos įtaką įmonės veiklos rezultatams tyrė Rahman (2018), Kanakriyan (2020), Karunarathne, Sewwandi, Subhashini ir Wickrama Arachchige (2021). Lietuvoje dividendų politika yra minimaliai nagrinėta sritis. Legenzova, Jurakovaitė ir Galinskaitė (2017) tyrė dividendų politikos įtaką Baltijos šalių įmonių akcijų kainoms. Vaškelaitis ir Martišiūtė (2010) nagrinėjo dividendų mokėjimo teisinius aspektus. Dividendų politikos pokyčius ir rezultatus nagrinėjo Mazur ir kt. (2020), Ali (2021), Cejnek, Randl ir Zechner (2021), Krieger, Mauck ir Pruitt (2021).

Darbo objektas: COVID-19 pandemijos įtaka listinguojamų Baltijos šalių įmonių dividendų politikos pokyčiams ir rezultatams.

Darbo problema: kokią įtaką COVID-19 turėjo listinguojamų Baltijos šalių įmonių dividendų politikai ir rezultatams?

Darbo tikslas: įvertinti COVID-19 pandemijos įtaką listinguojamų Baltijos šalių įmonių dividendų politikai ir rezultatams.

Darbo uždaviniai:

1. Atskleisti teorinius dividendų politikos mokėjimo aspektus – sampratą, teorijas ir politikos tipus.
2. Atlikti teorinę dividendų politikos veiksnių analizę.

3. Išanalizuoti listinguojamų Baltijos šalių įmonių dividendų politikos ypatumus 2016–2020 m. laikotarpiu.
4. Nustačius listinguojamų Baltijos šalių įmonių dividendų politikos pokyčius COVID-19 kontekste įvertinti jų įtaką veiklos rezultatams.

Tyrimo metodai: siekiant išanalizuoti dividendų politikos turinį, tipus ir dividendų politikos formavimo veiksnius atliekama mokslinės literatūros analizė. Gilinantis į dividendų mokėjimo teisinį reguliavimą taikoma normatyvinių dokumentų analizė. Empirinis tyrimas atliekamas taikant statistinę finansinių duomenų analizę.

Teorinė ir praktinė reikšmė. Teoriniu aspektu darbas yra reikšmingas, kadangi jame yra siekiama susisteminti naujausias žinias apie dividendų politikos teorijų pritaikomumą šiuolaikinėmis sąlygomis ir dividendų politikos formavimo veiksnius. Užsienio mokslininkų šalyse išryškėja naujos dividendų politikos tendencijos, tačiau apie Baltijos šalių įmonių elgesį dividendų politikos reaguojant į krizines sąlygas žinomas labai mažai. Praktiniu požiūriu darbas yra svarbus tuo, jog ištyrus įmonių dividendų politikos pokyčius COVID-19 kontekste, t.y., kritinėmis sąlygomis, galima įvertinti, kokį poveikį įmonių sprendimai mažinti arba didinti dividendus turėjo įmonių veiklos rodikliams. Kartu tikrinama prielaida dėl Agentų ir Signalo teorijų pritaikomumo tarp listinguojamų Baltijos šalių įmonių. Pandemijos laikotarpio duomenų analizė leidžia įvertinti, ar krizės kontekste Baltijos šalių įmonėms buvo būdingi šiose teorijose išryškinti dividendų politikos formavimo sprendimai.

1. DIVIDENDŲ POLITIKOS FORMAVIMO TEORINIAI ASPEKTAI

1.1. Dividendų politikos samprata

Analizuojant dividendų politiką pirmiausiai tikslinga apibrėžti sąvoką „dividendai“ Dividendai (lot. *dividendum* – tai, kas turi būti dalijama) – akcinės bendrovės metinio pelno dalis, kuri yra skiriama bendrovės akcininkams, priklausomai nuo bendrovės padėties, turimos akcijų dalies ir jų rūšies (Vaškelaitis ir Martišiūtė, 2010). Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatyme (2000) nurodoma, kad dividendai yra „akcininkui paskirta pelno dalis, proporcinga jam nuosavybės teise priklausančių akcijų nominaliai vertei“.

Tikslinga išskirti, kas gali ir negali būti laikoma dividendais. Dividendais gali laikomos pajamos, gaunamos iš įstatinio kapitalo mažinimo, jeigu šis kapitalas buvo didinamas iš bendrovės pelno. Dividendais taip pat laikomos pajamos, gautos paskirsčius individualios įmonės arba mažosios bendrijos pelną. Dividendus įprastai moka stabilios bendrovės, kurios negali efektyviai panaudoti pelno įmonės plėtrai, todėl belieka išmokėti dividendus investuotojams. Senbuvių bendrovių akcijų kaina stipriai nekinta, todėl akcininkai uždirba iš dividendų, o ne iš akcijų kainos pasikeitimo. Pažymėtina, kad dividendai nėra bendrovės išlaidos, o grynojo pelno paskirstymas akcininkams. Likęs nepaskirstytasis pelnas balanse atsispindi kaip savininkų nuosavybė (Vaškelaitis ir Martišiūtė, 2010; Jurevičienė, 2015).

Teisė gauti dividendus yra viena pagrindinių akcininkų teisių. Teisė įgyjama tampant bendrovės akcininku, įsigyjant bendrovės akcijų arba investuojant. Įsigyjant akcijas yra nustatomas dividendų dydis įsigytoms akcijoms. Lietuvos Respublikoje galiojantys įstatymai ir teisės aktai neįpareigoja bendrovės įstatuose nustatyti dividendų mokėjimo politikos, tačiau to daryti nedraudžia. Dividendų išmokėjimas turi būti vykdomas remiantis šalyje galiojančia teisine baze, tačiau įmonėms paliekama pakankamai laisvės pasirinkti skirtingo tipo dividendų politiką (Jurevičienė, 2015).

Dividendų politika yra viena iš trijų pagrindinių įmonės finansų sričių kartu su investicijų ir finansavimo sprendimais (Karunarathne et al., 2021). Pasak Karunarathne ir kt. (2021), tyrimai rodo, jog tai pati sudėtingiausia ir labiausiai komplikuota finansinių sprendimų sritis. Al-Malkawi, Rafferty ir Pillai (2010) *dividendų politiką* apibūdina kaip įmonės praktiką, kuri apibrėžia įmonės sprendimus dėl dividendų išmokėjimo – paskirstymo ir struktūros. Paprastai tariant, dividendų politikoje svarbiausia atsakyti į klausimą – kokia dalis turi būti išmokėta akcininkams (skiriama dividendams) ir kokia dalis reinvestuojama (Hassanudin, 2021). Sinhania ir Gupta (2012) taip pat teigia, kad pagrindinis dividendų politikos klausimas – išmokėti uždirbtąjį pelną ar atidėti jį reinvestavimui. Kanakriyan (2020) teigia, kad pagrindinis dividendų politikos tikslas – suderinti

įmonės savininkų finansinės gerovės maksimalizavimą su įmonės augimo perspektyvomis. Vykdant dividendų politiką siekiama atsakyti į klausimą, kas svarbiau – šiandienos ar ateities pelnas.

Okafor ir kt. (2011) pažymi, kad dividendų politika neturėtų būti suprantama tik kaip sprendimas dėl dividendų išmokėjimo dažnumo (kas metus, kas ketvirtį ir kt.) ir dėl to, ar apskritai reikėtų paskirstyti pelną. Į dividendų politiką įtraukiami ir tokie klausimai kaip pinigų paskirstymas naudojant akcijų supirkimą arba svarstymas dėl specialių dividendų. Stiprios bendrovės tikslas – uždirbti pinigus investuotojams. Pasibaigus finansiniams metams arba trumpesniam laikotarpiui, priklauso nuo to, ką numato bendrovės įstatai, yra sprendžiama, kaip paskirstyti įmonės pelną. Viso paskirstytasis pelnas gali būti nukreipiamas į šias sritis:

- kitos kompanijos įsigijimas;
- skolų grąžinimas;
- savo kompanijos akcijų supirkimas;
- dividendų mokėjimas;
- reinvestavimas į verslą.

Galutinis visų įmonės finansų valdymo tikslas – didinti akcininkų turto vertę, kurią atspindi paprastosios akcijos kaina (Tahir & Mushtaq, 2016). Pasak Baker ir Weigand (2015), analitikai įmonių vertę skaičiuoja kaip dividendų, pelno ar kito laisvojo pinigų srauto dabartinę vertę. Taigi galima teigti, kad dividendų politika siekiama išlaikyti arba pagerinti įmonės akcijų vertę rinkoje.

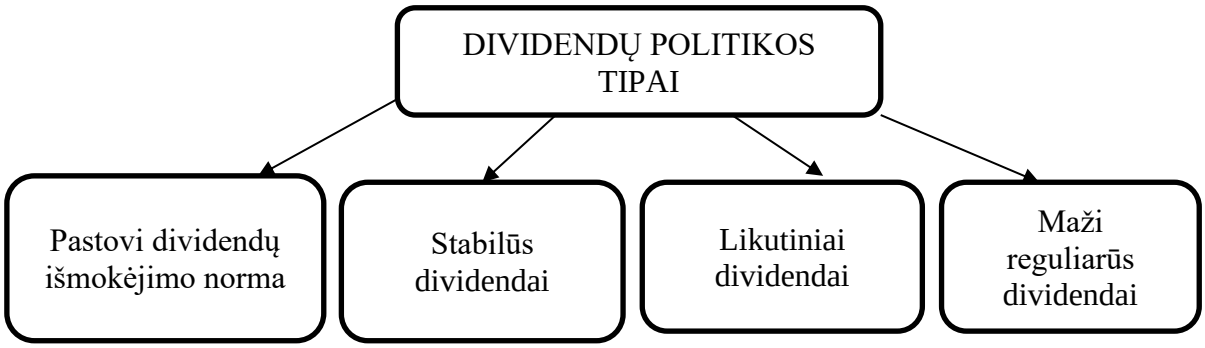
Dividendų išmokėjimo tvarką ir dydį nustato bendrovės įstatai ir akcininkų susirinkimas. Oficialiai dividendų dydį tvirtina įmonės akcininkai, tačiau praktiškai akcininkai tik tvirtina valdybos pasiūlymą dėl dividendų dydžio skyrimo. Akcininkai, siekiantys greitos grąžos, balsuoja už didelius dividendus, o skiriantys mažesnius dividendus tiki akcijų kilimo perspektyva. Vienos bendrovės yra linkusios būti dosnios savo akcininkams, kitos linkusios taupyti. Iš anksto nustatytas dividendų dydis mokamas už privilegijuotąsias akcijas, o už paprastąsias akcijas proporcingai paskirstant likusią pelno dalį. Jeigu įmonė pasirenka nenustatyti dividendų politikos, tai rizikuoja būti nepatraukli investuotojams, nes investuotojai nesijaučia užtikrintai ar generuojant pelną bus mokami dividendai. Kita vertus, greitai augančioms ir nemažai grynąją vertę generuojančių projektų turinčioms įmonėms pravartu pasilikti dalį veiklos pinigų srauto. Todėl akivaizdu, kad dividendų politika yra svarbi kompanijos ilgalaikio finansavimo strategijos dalis. Tinkamai pasirinkta dividendų politika turėtų padėti įmonei užtikrinti ilgalaikį ir tvarų vertės augimą, tačiau konkretūs dividendų politikos tikslai priklauso nuo individualios įmonės situacijos ir charakteristikų (Okafor et al., 2011). Pasak Al-Malkawi ir kt. (2010), augimo stadijoje įmonės paprastai moka mažesnius dividendus, kad pritrauktų investuotojus, teikiančius prioritetą kapitalo augimui, o brandos stadijoje pritraukiami klientai, kurie vertina stabilų pelną.

Dividendų politikos pasirinkimo motyvai priklauso nuo įmonės vidinės informacijos apimančias įmonės pelno perspektyvas ateityje, generuojamų pinigų srautų dydį, investicines galimybes (Karunarathne et al., 2021). Svarbi ir išorinės informacija – galimos rinkos reakcijos į dividendų politikos sprendimus, investuotojų lūkesčiai, mokestinės aplinka ir jos pokyčiai, finansinė situacija ir kt. Įmonių valdyme egzistuoja daugybe skirtingų požiūrių į dividendų politiką. Gali būti išskiriami du priešingi dividendų politikos tipai:

1) ***pasyvioji dividendų politika*** – dividendai yra mokami tik patenkinus kitus investicinius poreikius, t.y. jau finansuotos visos teigiamą grynąją vertą generuojančios investicijos, kadangi nepaskirstytas pelnas yra pigiausias finansavimo šaltinis. Šios strategijos besilaikančios įmonės prioritetą teikia investicijoms, o ne dividendų sprendimams, todėl dividendų dydis yra nenuspėjamas (Zakic, Vasiljevic & Zaric, 2013; Gupta & Aggarwal, 2018).
2) ***aktyvioji dividendų politika*** reiškia, kad dividendai yra išmokami pagal fiksuotą dydį kaip uždirbto pelno dalis. Šios politikos besilaikančios įmonės prioritetu laiko dividendų išmokėjimą, o ne investavimo galimybes, todėl dividendai yra nuspėjami ir nekintantys priklausomai nuo investavimo galimybių (Zakic et al., 2013).

Pagal dividendų išmokėjimo dažnį dividendų politika gali būti reguliari ir nereguliari. Paprastai reguliari dividendų politika apima mokėjimą kartą per metus (Kanakriyan, 2020).

Dividendų politikos tipai gali būti skirstomi ir pagal išmokamų dividendų dydžio pokytį (1 pav.).



1 pav. Dividendų politikos tipai

Pastovi dividendų išmokėjimo norma. Dividendų išmokėjimas tiesiogiai susietas su įmonės pelnu, kadangi įmonė remiasi pastoviu, iš anksto nustatytu dividendų mokėjimo koeficientu. Dividendai akcininkams gali būti neišmokėti, kai įmonė patiria nuostolius. Pastovus dividendų koeficientas supaprastina sprendimus dėl dividendų politikos, sumažina riziką išmokėti per didelius arba per mažus dividendus. Įmonė įsipareigoja dividendus mokėti tik tuomet, kai nėra patiriami

nuostoliai. Investuotojų požiūriu tokia dividendų politika turi trūkumą, kadangi iš anksto nėra žinoma, ar dividendai bus išmokami ir kokios sumos galima tikėtis (Prabakaran, 2019).

Stabilūs dividendai. Pasirinkus šią politiką įmonė įsipareigoja išmokėti stabilią dividendų sumą nepriklausomai nuo gauto pelno. Taigi pelno svyravimai nedaro tiesioginės įtakos išmokamai dividendų sumai. DPS rodiklis šiose įmonėse yra stabilus. Tačiau įmonei išgyvenant pelningą laikotarpį gali būti priimtas sprendimas padidinti dividendų sumą. Ši dividendų politika yra rizikinga, kadangi įmonė priima sprendimą išmokėti dividendus net ir tuomet, kai patiria nuostolį, tačiau turi nepaskirstytojo pelno. Stabilių dividendų politika yra nelanksti, ją pasirinkusioms įmonėms sudėtinga pereiti prie kitos dividendų politikos, kadangi perėjimas prie mažesnių dividendų galėtų suveikti kaip signalas, kad įmonė nebėra tikra dėl savo galimybių ateityje mokėti tą pačią nuo pelno nepriklausančią dividendų sumą. Be to, dividendų mokėjimas neatsižvelgiant į galimas investicijų perspektyvas gali sumažinti įmonės pajamas ateityje. Ilgajame laikotarpyje stabilių dividendų politika gali pakenkti įmonės akcijų vertei, jei bus nuspręsta pasirinkti kitą dividendų mokėjimo politiką (Demirgunes, 2015).

Likutiniai dividendai. Dividendai išmokami padengus kitus investicinius projektus. Dividendų mokėjimai atliekami iš likutinių pinigų, kai yra padengiamos visos investicinės išlaidos. Likutinių dividendų politika yra orientuota į grynųjų pinigų efektyvumo maksimalizavimą, kuris padėtų didinti akcijų vertę ateityje. Likutinių dividendų politika artima jau minėtai pasyviai dividendų politikai. Šios politikos pranašumai – investicinis lankstumas bei mažesni investavimo kaštai, kadangi mažėja poreikis skolintis pinigus iš išorinių šaltinių (Prabakaran, 2019).

Maži reguliarūs dividendai plius papildomi dividendai. Šios dividendų politikos pasirinkimas reiškia, kad įmonė įsipareigoja mokėti mažus reguliarius dividendus ir papildomus dividendus, kai patiria sėkmingą veiklos laikotarpį. Maži dividendai išmokami ir metais, kai įmonė patiria nuostolius. Toks modelis suteikia įmonei lankstumo, kadangi dividendai susieti su įmonės pelningumu. Tuo pačiu įmonė kelia investuotojams pasitikėjimą, kadangi šie žino, jog bent jau minimalūs dividendai bus išmokami visuomet, o sėkmingais metais dividendai augs (Prabakaran, 2019). Ši dividendų politika ypač tinkama įmonėms, kurių pelnas yra nepastovus. Tačiau svarbu apsisaugoti, jog įmonė ir prastesniais metais gebėtų išmokėti numatytus minimalius dividendus, kadangi priešingu atveju tikėtina jautri investuotojų reakcija rinkose (Demirgunes, 2015).

Kanakriyan (2020) taip pat išskiria progresinę dividendų politiką, kai augant pelnui didėja dividendų tenkančių vienai akcijai dalis.

Lyginant skirtingas dividendų mokėjimo politikas galima teigti, kad dividendų išmokėjimo normos ir likutinių dividendų politikos tipus pasirinkusios įmonės prioritetą teikia įmonės veiklos vykdymo poreikių palaikymui, tuo tarpu stabilūs ir maži reguliarus (plius papildomi) dividendai teikia prioritetą investuotojų pelnui šiandieną. Kai kurie autoriai pastebi pasyviosios dividendų

politikos populiarėjimą. Pavyzdžiui, Fama and French (2001, cit. Camilleri, Grima & Grima, 2018), nustatė, kad vis daugiau JAV įmonių taiko mažų dividendų politiką. Naujos įmonės buvo orientuotos į įmonės augimą, todėl dažniau rinkosi reinvestuoti pelną. Frankfurter (2003, cit. iš Zakic et al., 2012) nurodo, kad XX a. paskutiniajame dešimtmetyje dividendus išmokėjo tik viena iš penkių JAV įmonių, kai amžiaus viduryje dividendus mokėjo 90 proc. įmonių. Kai kurių ekonomistų teigimu, apmokestinami dividendai ateityje apskritai išnyks, tačiau XXI a. pradžioje jie vis dar išlieka aktualūs.

Įmonės pasirinktą dividendų politiką atspindi keletas rodiklių, tarp kurų – dividendų mokėjimo koeficientas (angl. *Dividend Payout,* DPR). DPR koeficientas parodo, kokia įmonės grynojo paskirstytino pelno dalis skiriama dividendais. Rodiklis svyruoja priklausomai nuo kasmetinio įmonės uždirbamo grynojo pelno pokyčių. Kuo mažesnė reikšmė, tuo didesnę grynojo pelno dalį įmonė reinvestuoja į veiklos plėtrą (Mackevičius, Giriūnas ir Valkauskas, 2014). DPR apskaičiuojamas pagal formulę:

$$DPR = \frac{dividendai}{grynasis\ pelnas} \qquad (1)$$

Kitas dividendų politiką atspindintis rodiklis – dividendai tenkantys vienai akcijai (angl. *Dividend Per Share,* DPS). DPS apskaičiuojamas pagal šią formulę:

$$DPS = \frac{dividendai}{akcijų\ skaičius} \qquad (2)$$

Pasak Karunarathne et al. (2021), vertindami DPS rodiklį investuotojai gali susidaryti įspūdį apie įmonės praeities ir ateities stabilumą.

Kaip jau minėta, dividendų politiką apima ne tik pelno dalies skiriamos dividendams nustatymas, bet ir sprendimai dėl dividendų mokėjimo dažnio ir būdo. Įprastai dividendai mokami vieną kartą per metus, nebent bendrovės įstatai numato kitaip. Dividendai negali būti išmokami avansu. Dividendai, kurie išmokami iki finansinių metų pabaigos, yra vadinami išankstiniais arba tarpiniais dividendais. Pasibaigus finansiniams metas ir juos patvirtinus akcininkams, išmokami galutiniai dividendai.

Egzistuoja keli dividendų išmokėjimo būdai, iš kurių kiekvienas pasižymi savitais privalumais ir trūkumais:

- **Dividendų mokėjimas grynaisiais pinigais.** Dažniausiai taikoma mokėjimo forma, dividendai išmokami banko pavedimu. Šis būdas apmokestinamas gyventojų pajamų mokesčiu. Akcininkų susirinkimo metu, nusprendus dalį nepaskirstytojo pelno skirti

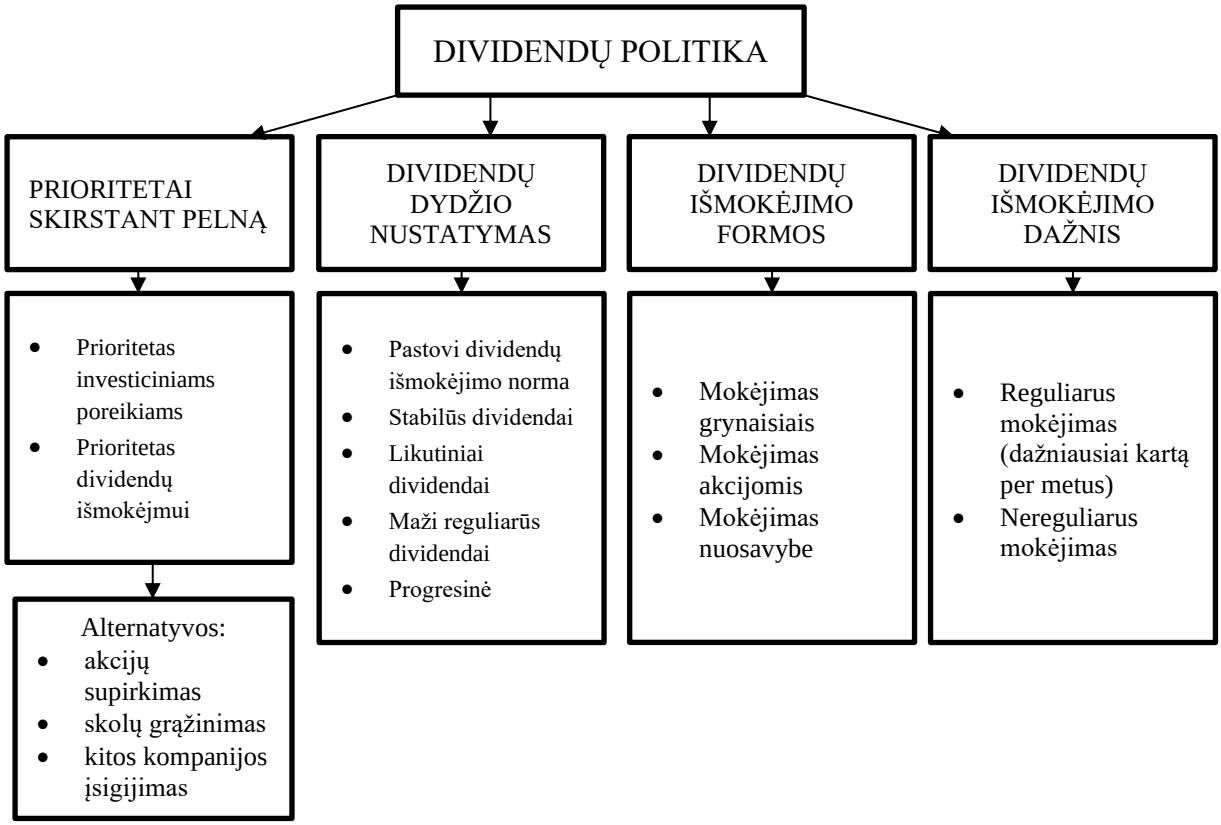
dividendams, paskirtoji dalis dalijama iš bendrovės akcijų skaičiaus ir taip nustatoma, kiek nepaskirstytojo pelno tenka kiekvienam akcininkui. Kuo daugiau akcijų turi akcininkas, tuo didesnę sumą dividendų jis gaus. Nors tai populiariausias dividendų išmokėjimo būdas, pasižymi ir trūkumais. Pasak Mohd ir Zahuradin (2018), piniginis išmokėjimas reiškia finansinių išteklių išėmimą iš įmonės ir turto sumažėjimą, todėl rinkoje gali asocijuotis su akcijų vertės sumažėjimu.

- **Dividendų mokėjimas akcijomis.** Dividendai išmokami paprastosiomis akcijomis (akcijos gali būti ir dukterinės bendrovės) visiems akcininkams lygiomis dalimis, atsižvelgiant į tai, kiek akcininkas turi akcijų. Tokiu būdu grynieji pinigai išlaikomi investicijoms, mažėja išorinio investavimo poreikis, nesuprastėja skolos ir nuosavybės santykis. Priėmus sprendimą išmokėti dividendus akcijomis, dėl didesnio kiekio rinkoje mažėja jų vertė, tačiau įmonei didesnis akcijų kiekis rinkoje gali būti naudingas. Didinant akcijų skaičius auga jų prekybos likvidumas (Zakic et al., 2012; Prabakaran, 2019).
- **Dividendų mokėjimas nuosavybe.** Ši mokėjimo forma yra labai reta. Dažniausiai akcininkams kaip dividendai atitenka bendrovės turimi vertybiniai popieriai, tačiau pasitaiko dividendų išmokėjimas gaminama produkcija ar teikiamomis paslaugomis. Taip pat akcininkams gali būti perleidžiamos teisės į produkciją, įmonės veikloje nenaudojamas nekilnojamas turtas (Prabakaran, 2019).

Alternatyva dividendų mokėjimui – **akcijų supirkimas**. Supirkimas paprastai naudojamas, kaip būdas pakelti akcijų vertę, tokiu būdu akcininkai gauna pinigų iš akcijų pardavimo (Zakic et al., 2012). Tiek akcijų supirkimo, tiek dividendų išmokėjimo pagrindinis tikslas išlieka toks pats – didinti įmonės akcijų kainą. Abi šios veiklos apima sprendimus dėl nepaskirstytojo pelno, todėl akcijų supirkimas laikomas dividendų politikos dalimi (Severin & du Jardin, 2011). Akcijų supirkimas kaip strateginis įmonės sprendimas vertinamas dvejopai. Viena vertus, esama įrodymų, kad akcijų supirkimas padeda pakelti akcijų kainą, kadangi yra pakeliamas pelno tenkančio vienai akcijai rodiklis (EPS). Kartais akcijų supirkimas pasitelkiamas kaip priemonė išvengti prognozuojamo akcijų vertės kritimo. Be to, akcijų supirkimas gali signalizuoti apie teigiamus įmonės finansinius rezultatus. Kita vertus, toks sprendimas vertinamas ir gana kritiškai, kaip įmonės bandymas suklaidinti investuotojus. Sprendimą supirkti akcijas gali lemti ir mokestiniai ypatumai – įmonė gali pasirinkti supirkti akcijas dėl investuotojų finansinės gerovės, jei dividendų išmokėjimas sukelia jiems didesnę mokestinę naštą nei pajamos iš parduotų akcijų (Liu & Mehran, 2016). Pastebima tendencija, kad per pastaruosius trisdešimt metų akcijų supirkimai vykdomi intensyviau. Pavyzdžiui, nuo 1990 m. JAV akcijų supirkimo sandorių vertė pranoksta dividendų mokėjimo vertę (Jurevičienė, 2015).

Pasirinkti dividendų politiką neužtenka, reikia stebėti veiklos rezultatus, analizuoti įvykusius pokyčius ir jų atsiradimo priežastis, stebėti akcijų rinką, bei analizuotis investuotojų poreikius, tam, kad įvertinti pasirinktos dividendų politikos tęstinumą. Nusprendus keisti dividendų politiką, formuojama nauja politika.

Atlikus literatūros analizę sudarytas dividendų politikos turinio modelis (2 pav.).



2 pav. Dividendų politikos turinys
Šaltinis: sudaryta darbo autorės remiantis literatūros analize.

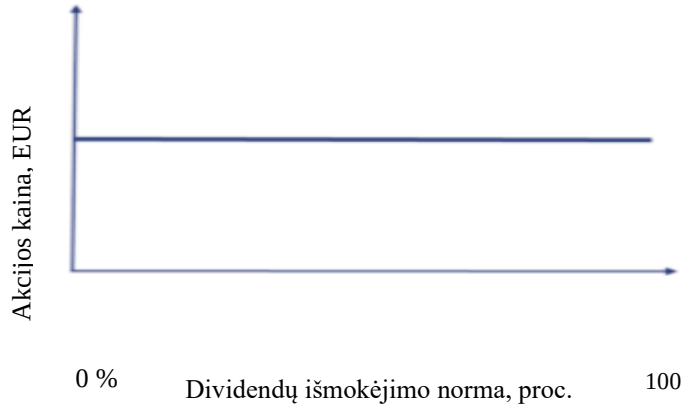
Apibendrinant galima teigti, kad dividendų politika – įmonės nuostatos, kuriomis vadovaujantis priimami su dividendais susiję sprendimai. Dividendų politika siekiama suderinti įmonės savininkų finansinės naudos maksimalizavimą su įmonės augimo perspektyvomis. Pagrindinis dividendų politikos klausimas siejamas su pasirinkimu tarp šiandieninio pelno ir pelno, kuris numatomas reinvestuojant bei plečiant veiklą. Į dividendų politiką įtraukiami ir sprendimai dėl kitų pelno paskirstymo alternatyvų – kitos kompanijos įsigijimo, skolų grąžinimo, savo kompanijos akcijų supirkimo. Išskiriami du pagrindiniai dividendų politikos tipai – aktyvioji ir pasyvioji dividendų politika. Pagal dividendų dydžio nustatymą taip pat išskiriami tokie dividendų politikos tipai – pastovi dividendų išmokėjimo norma, stabilūs dividendai, likutiniai dividendai, maži reguliarūs dividendai, progresinė dividendų politika.

1.2. Dividendų politikos teorijos

Įmonės pasirinkta dividendų politika gali būti pagrindžiama įvairiomis dividendų politikos teorijomis. Skirtingos dividendų politikos teorijos padeda atkreipti dėmesį į skirtingus dividendų išmokėjimo aspektus. COVID-19 pandemijos kontekste dažniausiai taikomas dvi dividendų politikos teorijos – Agentų teorija ir Signalo teorija. Vis dėlto norint įsigilinti į dividendų politikos sprendimų argumentaciją tikslinga išanalizuoti visas žinomas dividendų politikos teorijas ir jų pagrįstumą šiuolaikinėmis sąlygomis.

Dividendų nereikšmingumo teorija (angl. *Irrelevance of dividend policy theory***)**. Šios teorijos autoriai Miller ir Modigliani (1961) teigė, kad dividendų politika neturi įtakos įmonės vertei. Įmonė vertės šaltinis, anot autorių, sugeneruojami pinigų srautai (Tahir & Mushtaq, 2016). Vadovaujantis šia teorija investuotojai gali rinktis bet kokį dividendų išmokėjimo būdą, o pasirinktas būdas neturės įtakos akcijų rinkos kainai. Autoriai tvirtino, kad dividendų politika tėra fiksuoti pinigų srauto skaitymas į skirtingus dydžius. Miller ir Modigliani rėmėsi tobulos rinkos idėja, kurioje visiems rinkos dalyviams yra žinoma visa informacija ir ją žinant priimami racionalūs sprendimai. Be to, šioje teorijoje visiškai nėra atsižvelgiama į mokesčius. Vienintelis aspektas, kuris rūpi investuotojams, pasak autorių, yra įmonės pelningumas (Zakic et al., 2012).

Dividendų nereikšmingumo teoriją iliustruoja paveiksle pateikiamas grafikas (3 pav.).



3 pav. Dividendų išmokėjimo normos įtaka akcijų kainai pagal Dividendų nereikšmingumo teoriją

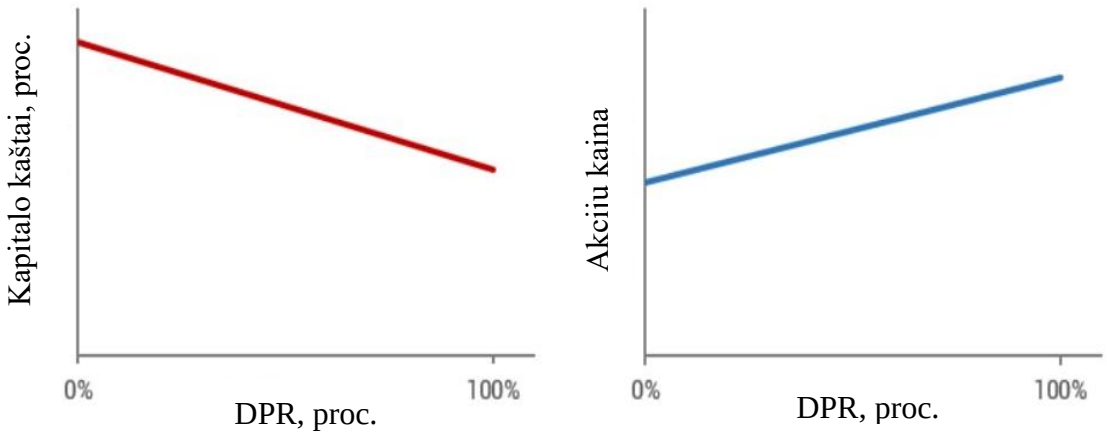
Kaip pažymi Demirgunes (2015), finansų pasaulis, kurį savo teorija apibrėžia Modigliani ir Miller yra statiškas, nors realus finansų pasaulis pasižymi dinamiškumu, priklausomybe nuo daugybės tarpusavyje konkuruojančių veiksnių. Modigliani ir Miller kritikai teigia, kad nereikšmingumo teorijoje visiškai neatsižvelgiama į didįjį rinkos netobulumų trejetą – mokesčius, informacijos asimetriją ir tarpininkavimo kaštus, bei mažąjį netobulumų trejetą – transakcijų sąnaudas, vertybių popierių išlaidas (angl. *flotation cost*) ir neracionalų investuotojų elgesį (Baker & Weigand, 2015). Visi šie rinkos netobulumai yra akcentuojami moderniose dividendų politikos teorijose. Nepaisant kritikos kai kurie tyrimai patvirtina, kad dividendų politika nedaro įtakos įmonės turto vertei. Pavyzdžiui, Ismawati (2018) teigia, kad įmonės turto vertę lemia tik pajamos.

Mokslininko atliktame tyrime nustatyta, kad dividendų politika turi nereikšmingą įtaką įmonės vertei, todėl prieinama išvados, kad nepaisant rinkos netobulumų ignoravimą nereikšmingo teorija gali būti teisinga. Dividendų politika, pasak autoriaus, laikytina smulkmena, kuri nedaro ženklios įtakos akcininkų sprendimams. Hassanuddin (2021) atlikęs tyrimą prieina priešingą išvadą – Indonezijoje atliktame tyrime nustatyta, kad DPR koeficientas turi reikšmingą teigiamą poveikį įmonių vertei, todėl įmonių vadovai turi atsižvelgti į galimybę padidinti įmonės vertę išmokant didesnius dividendus. Skirtingi rezultatai suponuoja, kad dividendų politikos pritaikymas praktikoje pasižymi lokalumo veiksniu.

„Žvirblio rankoje“ (angl. *Bird in hand theory*) teorijoje teigiama, kad investuotojai geriau rinksis ne būsimąsias pajamas, o dividendus, taip jausdamiesi užtikrinti dėl savo investicijos. Šios teorijos genezė siejama su Lintner (1956) bei Gordon (1959) atliktais tyrimais ir įžvalgomis (Roj, 2019). Dividendų išmokėjimas yra būdas mažinti neužtikrintumą dėl ateities. Ši teorija nesiremia tobulos rinkos idėja, todėl akcentuojama, kad investuotojai veikia neužtikrintumo ir asimetriškos informacijos sąlygomis (Pinto & Rastogi, 2019). „Žvirblio rankoje“ teorijos šalininkai savo prielaidas grindžia požiūriu, kad investuotojai visuomet yra vengiantys rizikos (Roj, 2019). Be to, dividendų išmokėjimas tenkina grynųjų pinigų poreikį. Investuotojams gali būti patrauklus kapitalo prieaugis ateityje, tai ir būdas sumažinti mokesčius, tačiau ne visi investuotojai gali apsieiti be dividendais išmokamų grynųjų pinigų (Al-Malkawi et al., 2010).

Ši dividendų politikos teorija priešingai nei dividendų nereikšmingimo teorija, grindžiama prielaida, kad dividendų išmokėjimas didina bendrovės vertę. Jei teorija yra teisinga, didėjant dividendams auga ir įmonės akcijų kaina (Tanushev, 2016). XX a. viduryje atlikti Lintner tyrimai parodė, kad įmonių pajamos daro įtaką dividendų politikai, o dividendų išmokėjimas – akcijų kainai. Vis dėlto pripažįstama, kad per kelis dešimtmečius rinkų reakcija į dividendų politiką galėjo reikšmingai pasikeisti (Roj, 2019).

„Žvirbilio rankoje“ teoriją iliustruoja paveiksle pateikiamas grafikas (4 pav.).



4 pav. Dividendų išmokėjimo normos įtaka akcijų kainai pagal „Žvirblio rankoje“ teoriją

Teorija ypač taikytina stabilioms įmonėms, kurių investuotojai tikėtinai nebeuždirbs iš kapitalo prieaugio, todėl teiks prioritetą stabiliam dividendų mokėjimui (Karunarathne et al., 2021)

Mokesčių lengvatos teorija (angl. *Tax preference theory*) remiasi priešinga „Žvirblio rankoje“ teorijai prielaida, kad investuotojus labiau traukia galimybė gauti pelno iš kapitalo prieaugio, o ne dividendų. Investuotojų prioritetus lemia mokestiniai ypatumai – mokesčiai už dividendus mokami tuoj pat po jų išmokėjimo, o kapitalo prieaugio mokesčiai – ateityje, gavus realų pelną (Charbti, 2020).

Signalo teorija (angl. *Signalling theory*). Teorija yra artima „Žvirblio rankoje“ teorijai, kadangi prieštarauja Dividendų nereikšmingumo teorijai, pagrįstai nuostata, kad egzistuoja tobula rinka be informacijos asimetrijos. Praktika rodo, kad įmonių vadovai pasižymi gerokai tikslesne ir savalaike informacija nei išorės investuotojai, dėl to susidaro atotrūkis tarp informacijos, kuria disponuoja įmonės vadovai ir investuotojai (Severin & du Jardin, 2011; Charbti, 2020). Remiantis Signalo teorija savininkai yra suinteresuoti sumažinti informacijos asimetriją ir pasiųsti investuotojams signalą apie būsimus pinigų srautus ir pelną. Dividendų išmokėjimas pasitarnauja kaip priemonė pasiųsti informaciją apie įmonės pelningumą (Roj, 2019). Kitaip tariant, išmokėtų dividendų kiekis mažina informacijos asimetriją ir atskleidžia įmonės perspektyvas. Vadovai turi pasiųsti signalą išoriniams investuotojams tada, kai manoma, kad esama akcijos rinkoje vertė neatitinka realios vertės, t.y. yra per maža. Įmonės dividendų politika gali būti išnaudojama kaip priemonė prisitraukti investuotojus, net jei dividendų išmokėjimas esamuoju laiku yra neracionalus. Sprendimą lemia vadovybės lūkesčiai dėl įmonės pelno ateityje pritraukiant investuotojų dėmesį. Signalas gali būti pasiunčiamas ir tada, kai įmonės pelnas yra stabilus ir augantis, todėl norima pranešti, kad įmonė iš tiesų yra tinkamai valdoma (Baker & Weigand, 2015).

Lintner atliktas tyrimas parodė, kad investuotojai apie įmonės pelningumą sprendžia būtent pagal išmokamus dividendus. Taigi daroma prielaida, kad investuotojai dividendų mokėjimą iš tiesų vertina kaip teigiamą signalą (Gostkowska-Drzewicka & Majerowska, 2019). Zakaria ir kt. (2012) teigia, kad dividendų mokėjimas yra naudingas įmonei, kadangi parodo įmonės pajėgumą pritraukti lėšas, tokiu būdu yra pritraukiamos lėšos iš investuotojų. Tačiau šiuo klausimu esama ir prieštaraujančių nuomonių. Pavyzdžiui, Del Brio and Miguel (2010, cit. iš Gostkowska-Drzewicka & Majerowska, 2019) nustatė, kad investuotojai yra jautresni vidiniams prekybos signalams nei išoriniams signalams, kuriuos siunčia dividendų išmokėjimas. Stipriausias signalas pasiunčiamas tuomet, kai yra išmokami dividendai ir nėra vidinių signalų apie perleidžiamus akcijų paketus. Investuotojai neigiamai vertina dividendų augimą, kai yra žinių, kad vidiniai investuotojai mažina savo akcijų paketus. Be to, nustatyta, kad akcijų rinkoje jautriau reaguojama į dividendų sumažėjimą nei į padidėjimą. Galima teigti, kad neigiamas signalas yra stipresnis už teigiamą

signalą. Be to, labai svarbu išlaikyti dividendų pastovumą, kadangi dividendų sumažėjimas ateityje gali sukelti stiprią neigiamą reakciją.

Gupta ir Aggarwal (2018) teigimu, remiantis atliktais tyrimais pastebima tendencija, jog Signalo teorija dažniau pasireiškia išsivysčiusiose šalyse. Besivystančios ekonomikos šalyse dividendų mokėjimas kaip signalams rinkoms taikomas rečiau. Kai kurių autorių teigimu, Signalo teorija dažniau taikoma bankiniame sektoriuje, kuriame investuotojai itin atidžiai stebi nestabilumo požymius (Camilleri et al., 2018). Pavyzdžiui, Floyd ir Skinner (2015) nustatė, kad net 2008 m. krizės sąlygomis bankai nebuvo linkę mažinti dividendų siekdami pasiųsti signalą, kad yra finansiškai stiprūs. Mazur ir kt. (2020) įspėja, kad prasidėjus 2008 m. finansinei krizei Lehmann Brothers ir Merrill Lynch taip pat padidino dividendus, todėl besimokydami iš praeities investuotojai padidintus dividendus gali priimti kaip priešingą signalą – bandymą dirbtinai sudaryti stabilumo įspūdį.

Itin aktualus Mazur ir kt. (2020) tyrimas atskleidė, kad susidūrus su Covid-19 sąlygota krize ir nestabilumo rinkoje nuotaikomis, 80 proc. JAV įmonių toliau mokėjo dividendus, nors tai buvo skausminga finansiškai. Taip pat buvo nustatyta, kad įmonės, kurių pajamos susitraukė labiausiai, buvo linkusios išlaikyti aukščiausius dividendus. Buvo atskleistas paradoksalus efektas – akcininkai, kurie gavo didžiausius dividendus iš savo akcijų, skaičiuojant bendrą vertę su kapitalo prieaugiu, sulaukė mažiausios investicinės naudos. Charbti (2020) pažymi, kad šiandieną dividendų mokėjimas prilyginamas dvipusiam ginklui, kuris gali lemti dvi kardinaliai priešingas pasekmes – tiek nuraminti investuotojus, tiek sukelti įtarimą. Rinkų reakcija į dividendų mokėjimo pasiunčiamą signalą priklauso nuo individualaus investuotojų požiūrio ir patirties.

Remiantis Agbetonyo, Fromont ir Viviani (2018), investuotojų reakcija į dividendų išmokėjimo sukeltą signalą priklauso nuo bendros ekonominės situacijos. Jei rinkos išgyvena augimo laikotarpį bet kokia teigiama informacija apie įmonę priimama optimistiškiau. Esant ekonominiam nuosmukiui galimas priešingas efektas – bet kokia informacija (taip pat ir informacija apie dividendų išmokėjimą) vertinama griežčiau ir kritiškiau. Tai suponuoja, kad ekonominio pakylimo laikotarpiu verta dividendais signalizuoti apie gerą įmonės finansinę padėtį, krizės atveju toks signalizavimas gali sukelti daugiau žalos.

Klientų efektas (angl. *Clientele effect*) remiasi prielaida, kad investuotojai domisi dividendų politika ir atsižvelgdami į jos pokyčius koreguoja savo investicijų krepšelius. Ši teorija taikoma tuomet, kai įmonė keičia dividendų politiką (Karunarathne et al., 2021). Pasak Al-Malkawi ir kt. (2010), galima išskirti dvi pagrindines klientų efektu pagrįstas investuotojų grupes – teikiančius prioritetą mokesčių naštai arba teikiančius prioritetą operacijų kainai. Modigliani ir Miller (1961) manė, kad individualūs investuotojai pageidauja skirtingos dividendų politikos, todėl dividendų

politikos reikšmė pranyksta, kai vienai dividendų politikai prijaučiantys investuotojai pakeičiami kitais.

Remiantis klientų efektu, galima teigti, kad formuojant dividendų politiką įmonė gali rinktis, kokį investuotoją nori pritraukti – orientuotą į greitą, bet trumpalaikį pelną, ar į įmonės augimą. Klientų efektas reiškia tai, kad mokėdama didesnius dividendus įmonė tikėtinai pritrauks investuotojus, kurie nori finansuoti dabartinį vartojimą, išvengti operacinių mokesčių. Mokant mažesnius dividendus tikėtinai bus pritraukti investuotojai, kuriems svarbiausias ateities augimas, o ne dabartinis vartojimas (Roj, 2019).

Agentų teorija. Modigliani ir Miller (1961) rėmėsi idėja, kad įmonių vadovai veikia akcininkų naudai, todėl interesų konflikto tarp šių dviejų agentų nėra, tačiau vėlesni tyrinėjimai atskleidė, jog santykiai tarp vadovų ir akcininkų gali būti reikšmingas dividendų politikos aspektas, kadangi abi agentų grupės gali veikti vedinos skirtingų tikslų (Severin & du Jardin, 2011). Jensen ir Meckling sukurta Agentų teorija akcentuoja agentų santykius, kurie atsiranda tarp vadybininkų ir savininkų, kai įmonės valdymas yra atskiriamas nuo nuosavybės (t.y. įmonei vadovauja samdomi vadovai). Pasak teorijos autorių, dividendų išmokėjimas mažina išteklius, kuriais disponuoja įmonės vadovai, ir tuo pačiu jų galią. (Hassanudin, 2021). Šią teoriją grindžianti problema kyla dėl nuosavybės ir kontrolės atskyrimo, ir yra aktualiausia vertybinių popierių biržose listinguojamoms įmonėms (Roj, 2019). Tyrimai rodo, kad didesni dividendai mokami šalyse, kuriose pasižymi mažesne nuosavybės koncentracija (Zakic et al., 2012).

Mazur ir kt. (2020) teigimu, Agentų teorija pasitvirtino būtent Covid-19 krizės sąlygomis. Įmonės, kurios nuo krizės nukentėjo labiausiai buvo linkusios mokėti didžiausius dividendus, nors tai galiausiai sumažino akcijų vertę ir tuo pačiu akcininkų turtą. Autorių teigimu, tokia išvaizda atskleidžia, kad vadovai krizinėmis sąlygomis priima ne išmintingus finansinius sprendimus, o tokius, kurie galimai išsaugos jų postus. Dividendų sumažinimą arba nemokėjimą vadovai vertina kaip grėsmę jų karjerai, todėl labai nenoriai priima sprendimus dėl dividendų mažinimo. Taigi didesnė tikimybė, jog dividendų politikoje pasireikš Agentų teorijos bruožų, tose įmonėse, kurioje vadovai patiria įtampą dėl pareigų praradimo rizikos.

Paminėtina, kad interesų konfliktas agentūros išlaidų atžvilgiu gali kilti ir kitų suinteresuotų šalių, t.y. akcininkų ir obligacijų savininkų. Akcininkai linkę reikalauti išmokėti daugiau dividendų nei obligacijų savininkai (Karunarathne et al., 2021). Nors šis interesų konfliktas nėra plačiai ištirtas.

Laisvų pinigų srautų teorija (angl. *Free cash flow theory*) glaudžiai susijusi su Agentų teorija, kadangi atskleidžia skirtingus įmonių vadovų ir savininkų interesus. Labiau nei Agentų teorijoje, Jensen (1986) pasiūlytoje Laisvų pinigų srautų teorijoje akcentuojamas konfliktas, kuris atsiranda, kai įmonėje yra laisvų pinigų (Demirgunes, 2015). Susidarius laisviems pinigų srautams

įmonės vadovai gali padidinti dividendų mokėjimo normą, išvengiant investicijų į žemo pajamingumo projektus arba iššvaistymo. Dividendų išmokėjimas yra būdas įmonių vadovams parodyti, kad jie rūpinasi įmonės akcininkų interesais. Kita vertus, reguliarus dividendų mokėjimas gali signalizuoti, kad yra mažai pelningų investicinių galimybių. Ši teorija gali būti pritaikoma brandžiose įmonėse, kurios pasižymi stabilumu, o didelės investicijos yra pernelyg rizikingos (Karunarathne et al., 2021). Be to, laisvi pinigų srautai pasitarnauja ir kaip būdas manipuliuoti akcijų kainomis skelbiant dividendų išmokėjimą (Baker & Weigand, 2015).

Įmonės ciklo teorijoje atkreipiamas dėmesys į dividendų politikos ypatumus įmonės brandos stadijoje. Manoma, kad brandos stadijoje įmonės galimybės generuoti pinigų srautus viršija pelningų investicijų galimybes, todėl brandžios įmonės perteklinius pinigus išmoka dividendų pavidalu. Ši teorijoje yra glaudžiai susijusi su jau minėta Laisvų pinigų srautų teorija. Brandžios įmonės yra pakankamai stabilios, todėl gali nustatyti pastovią dividendų išmokėjimo politiką. Pasak Baker ir Weigand (2015), tai praktiškai vienintelė teorija, kuri vienareikšmiškai patvirtinama empiriniais įrodymais, kadangi visos kitos teorijos sulaukia tiek patvirtinančių, tiek paneigiančių tyrimų rezultatų.

Įtikinimo teorija remiasi prielaida, kad investuotojai daro įtaką sprendimams dėl įmonės dividendų politikos. Teorija taikoma tuomet, kai įmonės vadovai siekia patenkinti investuotojų lūkesčius. Taikant teoriją manoma, kad investuotojai netiesiogiai dalyvauja įmonės dividendų politikos formavime. Pageidaujant investuotojams yra mokami arba didinami dividendai, arba atvirkščiai – kai investuotojai teikia pirmenybę pelno didinimui reinvestuojant, įmonė neišmoka dividendų arba juos sumažina (Charbti, 2020).

Elgesio teorijos šalininkai teigia, kad dividendai yra patrauklūs investuotojams, kadangi jų lūkesčius tenkina stabilios einamosios pajamos. Tai viena iš nedaugelio dividendų politikos teorijų, kurioje didelis dėmesys skiriamas nefinansiniams aspektams. Teorija grindžiama tokiomis psichologinėmis prielaidomis kaip investuotojų savikontrolė, hedonistinis reagavimas, apgailestavimas. Teorijoje pritaikomi ir sociodemografiniai veiksniai – noras investuoti į dividendus stabiliai mokančią įmonę siejamas su amžiumi, mažesnėmis pajamomis. Manoma, kad dividendų mokėjimas patrauklesnis vyresnio amžiaus ir mažesnių pajamų investuotojams, kurie siekia vartojimo ir rizikos mažinimo tikslų. Charbti (2020) teigimu, nefinansiniai veiksniai, kaip optimizmas, pesimizmas, perdėtas pasitikėjimas, mimikrija, tik pastaruoju metu sulaukia didesnio dėmesio kaip galutinė dedamoji tiriant rinkų reakcijas į dividendų politiką. Neoklasikinėse dividendų teorijose daroma prielaida, kad individas visuomet elgiasi racionaliai, kad gautų maksimalią naudą. Neracionalus vadovas apibūdinamas kaip vadovas, kuris vadovaudamasis privačia informacija nuvertina ateities įvykių riziką ir pervertina savo galimybes daryti pozityvią įtaką įmonės rezultatams.

Roj (2019) teigimu, nepaisant gausių empirinių tyrimų, netobulame pasaulyje nėra be išlygų pritaikoma nei viena dividendų politikos teorija. Tarp mokslininkų nėra konsensuso, kuris leistų įvardinti vienos teorijos pranašumą prieš likusias. Bringham (1997, cit. iš Gostkowska-Drzewicka & Majerowska, 2019) teigia, kad visos teorijos tam tikromis sąlygomis gali būti teisingos ir visos gali būti neteisingos.

Remiantis Gupta ir Aggrawal (2018), visas teoretikus, kurie sprendžia dividendų politikos klausimus, galima skirstyti į dvi stovyklas – manančius, kad dividendų politika daro įtaką akcininkų turtui, ir manančius, kad dividendų politika nedaro jokios apčiuopiamos įtakos akcininkų turtui, nors pastaroji mokslininkų grupė šiuolaikinėje mokslinėje literatūroje nėra gausi.

Apibendrinant teorijų lyginamąją analizę pateikiamas 1 lentelė.

1 lentelė. Dividendų politikos teorijų apibendrinimas

Teorija	**Pagrindiniai teiginiai**	**Pritaikymas**	**Empirinis patvirtinimas**
„Žvirblis rankoje“	Investuotojai labiau vertina dividendų išmokėjimą nei galima pelno prieaugį ateityje.	Įmonės turėtų palaikyti aukštus dividendus, jei nori didinti akcijų kainą.	Iš dalies
Kliento efektas ir mokesčių klientai	Investuotojai labiau vertina įmonės, kurios reinvestuoja pelną, kadangi mokesčių tarifai dividendams yra didesni nei ilgalaikiam kapitalo prieaugiui.	Siekiant maksimalizuoti akcijų kainą įmonės turėtų mažinti dividendus.	Iš dalies
Signalo teorija	Investuotojai reaguoja į pranešimus apie išmokamus dividendus kaip į palankių įmonės perspektyvų signalus.	Įmonė gali pritraukti investicijas pranešdama apie dividendų išmokėjimą. Įmonėms vadovams svarbu gerai apsvarstyti dividendų politiką, kadangi rinka labai jautriai reaguoja į dividendų sumažėjimą.	Iš dalies
Tarpininkavimo kaštai	Dividendai išmokami siekiant mažinti vadovams prieinamas lėšas ir švelninti tarpininkavimo tarp vadovų ir akcininkų problemas.	Išmokant dividendus mažinami tarpininkavimo kaštai tarp vadovų ir akcininkų. Išdalijant perteklinius pinigus vadovų investicinis lankstumas ir rizika, kad pelnas bus išnaudotas nuostolingoms investicijoms.	Iš dalies
Elgesio teorija	Investuotojų reakciją į dividendus lemia psichologinės priežastys. Egzistuoja ryšys tarp investuotojų reakcijos į dividendų politiką ir amžiaus, pajamų, pensinio statuso.	Didinant dividendų išmokėjimus gali būti pritraukti vyresnio amžiaus ir žemas pajamas gaunantys investuotojai.	Iš dalies
Įmonės ciklo teorija	Optimalios dividendų politikos pasirinkimas priklauso nuo įmonės gyvavimo ciklo,	Augimo fazėje tikslinga mokėti mažus dividendus. Brandžios įmonės, nepasižyminčios augimo galimybėmis, turėtų išmokėti didelius dividendus.	Patvirtinta
Įtikinimo teorija	Vadovai atsižvelgia į investuotojų preferencijas dividendų politikos atžvilgiu.	Atliekant santykinį rinkos vertinimą pagal dividendų mokėjimą ir akcijų kainas, nusprendžiama, kuris dividendų politikos tipas priimtinesnis investuotojams.	Iš dalies

Šaltinis: Baker ir Weigand (2015).

Kaip matyti 1 lentelėje, tik įmonės ciklo teorija laikoma patvirtinta. Kitų teorijų taikymas praktikoje yra priklausomas nuo konteksto, todėl atsiranda tiek patvirtinančių, tiek prieštaraujančių

tyrimų. Roj (2019) pažymi, kad egzistuoja dividendų politikos formavimo veiksnių, kurie nėra įtraukti į jokią dividendų politikos teoriją, pvz., likvidumas kaip dividendų politikos formavimo veiksnys nepatenka į nei vienos teorijos lauką. Todėl vien teorinių modelių analizė ir empirinis jų pagrįstumo vertinimas yra nepakankamas.

Apibendrinant galima teigti, kad dividendų politikos teorijų gausa skirta nagrinėti mokesčių, informacijos asimetrijos, žmogaus elgsenos, kaštų, įmonės veiklos stadijos efektus dividendų politikai. Šie modeliai neatsako į klausimą, kuris dividendų politikos tipas yra parankiausias, tačiau išryškina skirtingus politikos pasirinkimo ir pasekmių įmonės rezultatams aspektus. Teorijų šalininkus galima skirstyti į dvi grupes – manančius, kad dividendų politika daro įtaką akcininkų turtui, ir manančius, kad dividendų politika nedaro jokios apčiuopiamos įtakos akcininkų turtui, nors pastaroji mokslininkų grupė šiuolaikinėje literatūroje nėra gausi. Didesnėje dalyje tyrimų įrodytas dividendų politikos poveikis įmonių turtui ir veiklos rezultatams, o tai reiškia, kad dividendų politikos formavimas yra svarbi įmonės finansų valdymo sritis. Detaliau suprasti dividendų politikos formavimo procesą padeda atskirų dividendų politikos formavimo veiksnių vertinimas, kuris bus atliekamas skyriuje 1.3.

1.3. Dividendų politikos formavimo veiksniai

Moksliniai tyrimai rodo, kad nei jei ekonomikos susitraukimas krizinėmis sąlygomis yra labai svarbus dividendų politikos formavimo veiksnys, dividendų politikos sprendimai krizės metu yra priimami atsižvelgiant ir į kitus veiksnius (Ali, 2021, Kriegler et al., 2021). Kitaip tariant, ekonominė krizė paprastai nebūna vieninteliu dividendų politikos formavimo determinantu (Cejnek et al., 2021). Todėl šiame skyriuje bus siekiama išanalizuoti svarbiausių dividendų politikos veiksnių visumą.

Domintis dividendų formavimo teorijomis atlikta daugybė tyrimų, kuriuose išryškinami vis kiti dividendų politikos veiksniai. 2 lentelėje apibendrinti kai kurie iš atliktų tyrimų.

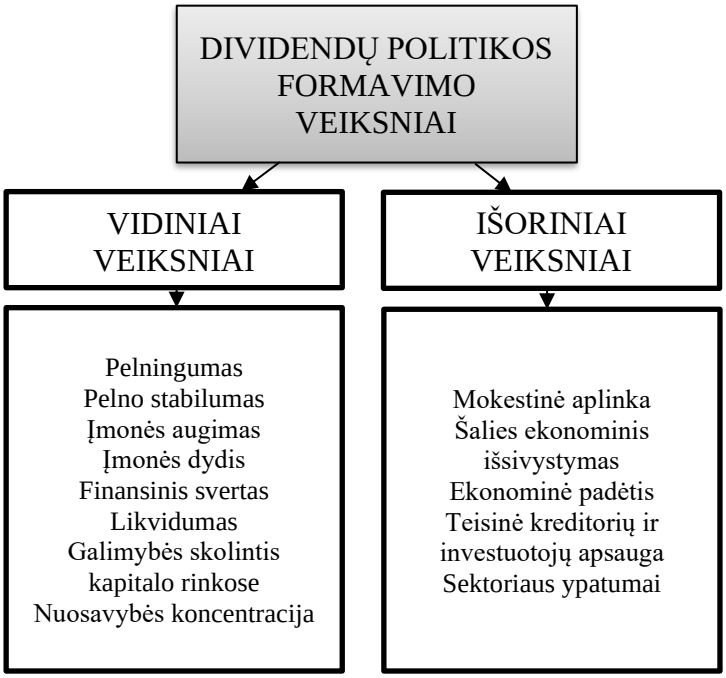
2 lentelė. Dividendų politikos formavimo veiksniai

Autorius	**Dividendų politikos formavimo veiksniai**
Amidu ir Joshua (2006)	Įmonės pelningumas, pinigų srautai; pelno mokestis.
Al-Malkavi (2008)	Įmonės pelningumas, akcininkų sudėtis, įmonės dydis, įmonės amžius.
Baker, Veit, Powell (2003, cit. Gostkowska-Drzewicka & Majerowska, 2019)	Anksčiau taikytas dividendų mokėjimo modelis, dabartinis ir numatomas pelnas ateityje, pinigų srauto stabilumas.
Denis, Osobov (2008, cit. Pinto & Rastogi, 2019)	Augimo dydis, augimo perspektyvos ir pelningumas.
Brockman ir Unlu (2007, Pinto & Rastogi, 2019)	Kreditorių teisės (tyrimas atliktas 52 šalyse).
Talat (2010)	Įmonės pelningumas, įmonės vadovas, pinigų srautai.

Abor ir Bokpin (2010; Pinto & Rastogi, 2019)	Pelnas, rinkos kapitalizacija, investavimo galimybės (neigiamas ryšys) (tyrimas atliktas 34 besivystančios ekonomikos šalyse.
El-Sady et al. (2012, cit. Hooi, et al., 2015)	Numatomos pajamos ir likvidumas.
Livoreka, Hetemi, Shala, Hoti, & Asllanaj (2014)	Išoriniai veiksniai – bendra ekonominė situacija, finansų rinkos stabilumas, teisinis reguliavimas. Vidiniai veiksniai – investuotojų lūkesčiai, fiskalinė investuotojų situacija.

Šaltinis: Amidu ir Joshua (2006), Al-Malkavi (2008), Hoii ir kt., (2015), Gostkowska-Drzewicka ir Majerowska (2019), Pinto ir Rastogi (2019), Prabakaran (2019), Livoreka ir kt. (2014).

Kaip matyti 2 lentelėje, požiūriai į dividendų politiką formuojančius veiksnius itin skirtingi. Galima teigti, kad visus dividendų politikos formavimo veiksnius galima skirstyti į dvi grupes – vidinius ir išorinius veiksnius. Vidiniai veiksniai yra susiję su įmonės charakteristikomis ir finansiniais rezultatais, išoriniai veiksniai atspindi šalies arba sektoriaus ypatumus. Dažniausiai literatūroje minimus vidinius ir išorinius dividendų politikos veiksnius atspindi 5 paveikslas.



5 pav. Dividendų politikos formavimo veiksniai
Šaltinis: sudaryta autorės remiantis literatūros analize.

Kiekvieną iš 2 paveiksle įvardintų veiksnių tikslinga aptarti atskirai.

Vidiniai veiksniai. Dažniausiai literatūroje išskiriamas dividendų politikos veiksnys – *pelningumas*. Egzistuoja stiprus koreliacinis ryšys tarp pelningumo ir išmokamų dividendų. Kuo aukštesnis įmonės pelningumas, tuo didesnių dividendų tikimąsi, nors tiesioginis ryšys tarp pelno ir dividendų mokėjimo ne visuomet pasitvirtina, jei įmonė mato patrauklias investavimo galimybes (Gostkowska-Drzewicka & Majerowska, 2019). Esama ir prieštaraujančių tyrimų, pavyzdžiui, Farsio ir kt. (2004, cit. iš Demirgunes, 2015) teigia, kad ilguoju laikotarpiu tarp dividendų ir

pelningumo nėra jokio reikšmingo ryšio. Ryšys nustatytas tik trumpuoju laikotarpiu ir daugumą tyrimų, anot autorių, remiasi būtent trumpojo laikotarpio analize, o tai galimai klaidina investuotojus.

Pajamų stabilumas yra ne mažiau svarbu nei pelningumas. Jei įmonė einamaisiais metais gauna didelį pelną, tačiau pelnas yra nestabilus, tikėtina, kad bus priimtas sprendimas kaupti uždirbtą pelną ir pasirengti ateinantiems metams. Įmonės, kurių pajamos yra nenuspėjamos, dažniau renkasi griežtesnę, į įmonės veiklos palaikymą orientuotą dividendų politiką. Todėl investuotojai, kuriuos domina stabilios iš dividendų gaunamos pajamos, ieško kitų investavimo alternatyvų (Gostkowska-Drzewicka & Majerowska, 2019).

Įmonės augimas. Demirgunes (2015) teigimu, įmonės, kurios tikisi augimo, gali išlaikyti žemus dividendus, kadangi numato, jog veiklos palaikymui bus reikalingi vidiniai pajamų šaltiniai. Šis veiksnys atitinka Įmonės gyvavimo ciklo teoriją, kuri kaip jau minėta skyriuje 1.3, yra patvirtinta praktiškai visuose empiriniuose tyrimuose.

Kitas svarbus dividendų politikos veiksnys – *įmonės dydis*. Vyrauja prielaida, kad didesnės įmonės yra linkusios mokėti didesnius dividendus. Tokias galimybes joms atveria geresnė prieiga prie kapitalo rinkos ir palankesnės skolinimosi galimybės (Roj, 2019). Didelės įmonės mažiau priklausomos nuo vidinio finansavimo, todėl yra mažesnė rizika, jog dividendų išmokėjimas galėtų sumažinti įmonės finansinį pajėgumą (Gostkowska-Drzewicka & Majerowska, 2019).

Remiantis Hooi ir kt. (2015), didesnius dividendus gali mokėti didelės ir brandžios įmonės, kurios turi geresnę prieigą prie finansavimo šaltinių. Taigi svarbus kapitalo formavimo veiksnys yra ne tik įmonės dydis, bet ir *branda*. Lloyd et al. (1985, cit. iš Tahir & Mushtaq, 2016) taip pat pažymi, kad didelės ir brandžios įmonės paprastai pasižymi didesniu akcininkų skaičiumi, todėl jiems aktualesnis tarpininkavimo sąnaudų mažinimas, kuris skatina didesnių dividendų mokėjimą.

Kaip atskirą dividendų politikos formavimo veiksnį galima išskirti *nuosavybės struktūrą*. Al-Malkawi (2007, cit. iš Tahir & Mushtaq, 2016) teigė, kad esant didesnei vidinės nuosavybės koncentracijai tikėtini mažesni dividendai, kadangi nėra poreikio mažinti tarpininkavimo sąnaudas. Lyginamoji užsienio šalių analizė parodė, kad JAV ir Jungtinės Karalystės įmonės yra linkusios mokėti didesnius dividendus nei Vokietijos ir Japonijos įmonės, o tokia tendencija, pasak Zakic ir kt. (2012) sietina būtent su koncentracijos lygių skirtumais. JAV ir Jungtinės Karalystės įmonėms būdinga mažesnė nuosavybės koncentracija nei Vokietijos ir Japonijos įmonėms.

Gostkowska-Drzewicka ir Majerowska (2019) teigimu, tarp dividendų išmokėjimo ir *finansinio sverto* egzistuoja neigiamas koreliacinis ryšys. Įmonės su aukštu finansinio sverto koeficientu yra linkusios sumažinti dividendų išmokėjimus, kadangi vidiniai finansai reikalingi padengti įsiskolinimus.

Finansinis likvidumas yra vienas vidinių veiksnių, kuris galimai pasižymi pozityviu ryšiu su dividendų išmokėjimu. Įmonės, kurios pasižymi žemu finansiniu likvidumu, dėl grynųjų pinigų stokos yra linkusios mokėti mažesnius dividendus. Tuo tarpu aukštu finansiniu likvidumu pasižyminčios įmonės turi pakankamai grynųjų pinigų, kad galėtų reguliariai išmokėti dividendus (Gostkowska-Drzewicka & Majerowska, 2019). Barclay ir kt. (1995, cit. iš Demirgunes, 2015) nustatė neigiamą ryšį tarp likvidumo ir dividendų išmokėjimo, kuris grindžiamas tuo, jog dividendų mokėjimas mažina įmonės finansinio likvidumo lygį. Tačiau esama ir prieštaraujančių tyrimų. Pavyzdžiui, Adedeji (1998, cit. iš Demirgunes, 2015) nustatė, kad tarp įmonės dividendų politikos ir likvidumo nėra ryšio.

Galimybė skolintis kapitalo rinkose taip pat prisideda formuojant įmonės dividendų mokėjimą politiką. Kai įmonė neturi prieigos prie tinkamų lėšų šaltinių, ji yra priversta apriboti savo išmokas, kartu ir dividendų išmokėjimą. Ribota prieiga prie kapitalo rinkų pasižyminčios įmonėms tenka spręsti sudėtingą dividendų politikos dilemą – atsisakyti didelio pelningumo projektų ar mažinti (atsisakyti) dividendų. Pirmuoju atveju tikėtinas pinigų srautų sumažėjimas ir tikėtinos naudos praradimas. Antruoju atveju rinkai gali būti perduodama informacija apie nestabilią įmonės padėtį (Gostkowska-Drzewicka & Majerowska, 2019).

Išoriniai veiksniai. *Mokestinė aplinka* lemia naudos santykį tarp kapitalo prieaugio ir dividendų. Jei dividendai apmokestinami labiau, investuotojai galimai renkasi kapitalo prieaugio teikiamą naudą ir mažesnius dividendus (arba akcijas be dividendų). Įmonės atsižvelgdamos į šalies mokestinius ypatumus nusprendžia, kuris dividendų politikos variantas priimtinesnis investuotojams – kapitalo prieaugio ar didesnių dividendų (Baker et al., 2018). Nustatyta, kad šalyse, kuriose taikomas dvigubas dividendų apmokestinimas dividendų išmokėjimas neturi įtakos įmonių patrauklumui investuotojų požiūriu (Hooi et al., 2015). Brazilijoje tyrimą atlikę Zagonel, Soares Terra ir Pasuch (2018) atskleidė, kad egzistuoja reikšmingas ryšys tarp mokestinės naštos ir dividendų mokėjimo. Mokestinės naštos mažinimas dividendų atžvilgiu didina dividendų išmokėjimus.

Tyrimai rodo, kad reikšmingais dividendų politikos veiksniais yra tokie teisinio reguliavimo ypatumai kaip *teisinė kreditorių ir investuotojai apsauga*. Skirtingos valstybės pasižymi skirtingais investuotojų apsaugos lygiais. Stipri investuotojų apsauga apsiriboja įmonių galimybes klaidinti investuotojus ir naudoti perteklinius pinigus vadovų asmeniniams interesams. La Porta ir kt. (2003, cit. iš Pinto & Rastogi, 2019) ištyrę 33 šalis nustatė, kad šalyje, kuriose yra stipresnė investuotojų apsauga investuotojų išmokami dividendai yra mažesni, tačiau tokiose šalyse mažesnės ir įmonių augimo galimybės. Pinkowitz (2006, cit. iš Soewarno et al., 2017) teigia, kad šalyse, kurios pasižymi prastesne kreditorių apsauga, dividendų išmokėjimas yra vertinamas labiau, kadangi reiškia garantuotą atlygį.

Ekonominis šalies išsivystymas taip pat svarbus dividendų politikos formavimo veiksnys. Esama tyrimų, kurie rodo, jog šalyse pasižyminčiose aukštesne investicijų rizika yra mokami mažesni dividendai. Laisvieji pinigai dažniau išnaudojami augimo galimybių didinimui (Pinto & Rastogi, 2019).

Nuomonės ir tyrimų rezultatai dėl *sektoriaus įtakos* dividendų politikai yra prieštaringi. Kai kurie tyrimai atskleidžia, kad įmonėse iš skirtingų sektorių reikšmingai skiriasi savo dividendų politika, tačiau kai kurie tyrėjai yra nustatę, kad sektorius, kurioje veikia įmonė, neturi jokios reikšmingos įtakos dividendų politikai (Pinto & Rastogi, 2019).

Ekonominė padėtis taip pat gali būti dividendų politikos formavimo veiksniu. Jei šalies ar pasaulinėje rinkoje vyrauja ekonominio nestabilumo nuotaikos, įmonė gali rinktis mažesnių dividendų politiką. Kita vertus, naudojantis dividendais kaip signalizavimo apie gerą finansinę padėtį įrankiu, dividendai gali nekisti ir ekonominio nestabilumo sąlygomis didinimui (Pinto & Rastogi, 2019).

Atsižvelgiant į tyrimo tikslą, atskirai reikėtų įvertinti galimą COVID-19 poveikį dividendų politikai. Nepriklausomai nuo sektoriaus visos įmonės turėjo koreguoti savo veiksmus atsižvelgdamos į pandeminę situaciją. Pasak Gruebler (2021), COVID-19 sukeltas efektas buvo toks didelis, kad neliko nei vienos srities, kuri nebūtų vienaip ar kitaip paveikta šios pandemijos.

Vartotojus ir verslą apėmusi panika paskatino vartojimo įpročių pasikeitimą ir rinkos anomalijas (Šidlauskaitė-Riazanova, 2020). Viena iš paniką ypač stiprinusių krizės ypatybių – tolesnės eigos nenuspėjamumas ir neįprastai aukštas nenuspėjamumo lygis. COVID-19 krizė neturėjo precedento, todėl nebuvo galima nuspėti, kaip ir kokiu būdu ši pandemija gali pasibaigti (McKibbin and Fernando, 2020, cit. iš Mold, & Mveyange, 2020). Remiantis Baker ir kt. (2020, Šidlauskaitė-Riazanova, 2020) atlikto tyrimo duomenimis, daugiau nei pusę ekonomikos susitraukimo buvo sukelta būtent pandemijai būdingo neapibrėžtumo. Dar labiau neapibrėžtumą didino niūros ekonomistų ir Pasaulio Banko prognozės, kuriose buvo numatoma, kad COVID-19 krizė taps didžiausiu ekonomikos sukrėtimu per šimtmečius, ilgam sutrikdysiantis vietines ir užsienio investicijas o postpandeminis atsigavimas bus lėtas ir vangus (Escaith & Khorana, 2020). COVID-19 pandemijos globaliai prekybai poveikis prekybai gali būti analizuojamas remiantis trimis perspektyvomis, kurios atskleidžia skirtingus patirto šoko aspektus – pasiūlą, paklausą ir tiekimo grandinę (Barbero, Lucio & Rodríguez-Crespo, 2021). Siekiant suvaldyti pandemiją įvairiose šalyse buvo priimti sprendimai laikinai uždaryti ištisus ekonomikos sektorius (pvz., turizmo, maitinimo), tai sąlygojo verslo žlugimą, didelės dalies gyventojų pajamų netekimą arba sumažėjimą. Mažėjant gyventojų pajamoms sumažėjo ir vartojimas, dėl ko susitraukė prekių paklausa (Barlow, Schalkwyk, McKee, Labonte & Stuckler, 2021). Paklausos sutrikimus ypač pajuto nebūtinųjų prekių gamintojai, kadangi jausdami nerimą dėl ateities ir veikiami atsargumo

gyventojai buvo linkę atidėti šių prekių įsigijimą „geresniems laikams“. Atsargumas neaplenkė ir verslo įmonių, dėl ko mažėjo investicijų į veiklą. Šis reiškinys vertinamas kaip žalingas, kadangi perdėtai baimindamiesi krizės gyventojai ir įmonės mažindami savo vartojimą bei investicijas iš tiesų didina krizę (Baldwin, Weder di Mauro, 2020, cit. iš Šidlauskaitė-Riazanova, 2021). Kaip rodo, klasikinės dividendų politikos teorijos esant neapibrėžtumo sąlygoms įmonės yra linkusios susilaikyti nuo dividendų mokėjimo ir kaupti finansinį rezervą. Tačiau galimas ir priešingas poveikis, jei yra pritaikoma Signalo teorija – dividendai COVID-19 kontekste taikomi kaip stabilumo signalą siunčianti priemonė.

Apibendrinant galima teigti, kad dividendų politikos mokėjimo veiksniai gali būti skirstomi į vidinius ir išorinius. Tarp vidinių veiksnių dažniausiai tyrimais pagrindžiamas dividendų politikos ir pelningumo, likvidumo bei įmonės dydžio (brandos) ryšys. Tarp išorinių veiksnių literatūroje minimi tokie veiksniai kaip mokestinė aplinka, teisinė kreditorių ir investuotojų apsauga, ekonominis šalies išsivystymas ir padėtis, taip pat sektoriaus įtaka. Išoriniai veiksniai suponuoja, kad dividendų politikai ir dividendų politikos teorijų pritaikymui gali būti būdingas lokalumas, t.y. priklausomybė nuo vietinių ypatumų. Lokalumas paaiškina, kodėl skirtingose šalyse gaunami prieštaringi dividendų politikos tyrimų rezultatai. Tuo pačiu patvirtinama, kad skirtingos finansų rinkos gali skirtingai reaguoti į dividendų politikos pokyčius, taip pat gali skirtis ir dividendų politikos bei įmonių rezultatų ryšys.

1.4. Dividendų teisinis reguliavimas Lietuvoje

Atsižvelgiant į tai, kad mokestinė ir teisinė aplinka yra svarbūs dividendų politikos formavimo veiksniai, atliekama dividendų politikos teisinio reguliavimo Lietuvoje analizė. Teisinį reguliavimą, kuris formuoja įmonės dividendų politikos pasirinkimą, remiantis mokslinės literatūros analize, galima išskirti į tris problemines sritis: 1) akcininkų teisės į dividendų apibrėžimas; 2) dividendų išmokėjimo apribojimai; 3) dividendų apmokestinimas. Dividendus ir jų apmokestinimą Lietuvoje reglamentuoja du svarbiausi teisės aktai – LR akcinių bendrovių įstatymas ir LR pelno mokesčio įstatymas.

Akcininkų teisės į dividendus apibrėžimas. Pagal LR akcinių bendrovių įstatymo 15 str. akcininkas turi teisę gauti dividendus. Teisę gauti dividendus turi tik tie asmenys, kurie dividendų paskelbimo dieną buvo bendrovės akcininkai arba turėjo teisę į dividendus, kitu teisėtu pagrindu (LR akcinių bendrovių įstatymas, 2000, 60 str.). Akcijos – vertybiniai popieriai, kurie suteikia teisę gauti dividendus. Akcijos skirstomos į paprastąsias ir privilegijuotąsias. Pirmumo teisę į dividendus turi privilegijuotųjų akcijų savininkai, tik po jų – paprastųjų akcijų savininkai. Pasirašant paprastųjų akcijų sutartį nėra nustatomas dividendų dydis akcijų savininkams. Bendrovei išleidžiant privilegijuotąsias akcijas įstatuose turi būti nustatytas nekintamas privilegijuotųjų akcijų procentinis

dividendų dydis, kuris skaičiuojasi nuo nominalios akcijos vertės. Taip pat bendrovės įstatuose turi būti nustatyta, ar privilegijuotosios akcijos bus kaupiamuoju, ar nekaupiamuoju dividendu. Kaupiamasis dividendas garantuoja akcininkui teisę į nurodyto dydžio dividendus. Jeigu paskirstytojo pelno dalies nepakanka privilegijuotųjų akcijų savininkams dividendams išmokėti, jiems išmokama proporcingai sumažinta suma. Neišmokėta suma akcininkams su kaupiamuoju dividendu nukeliama į kitus finansinius metus, o kitais metais akcininkas turi pirmumo teisę gauti dividendų išmoką už praeitus neišmokėtus metus, tada už ataskaitinius metus. Tik įvykdžius šiuos įsipareigojimus likusi dividendų dalis yra mokama kitiems akcininkams (LR akcinių bendrovių įstatymas, 2000, 42 str.). Remiantis LR akcinių bendrovių įstatymu, akcininkai, kaip ir kreditoriai, gali išsireikalauti dividendų, nes dividendai vertinamas kaip įmonės įsipareigojimas akcininkams. Akcininkas gali kreiptis į teismą, dėl dividendų išieškojimo, jeigu per 30 dienų, nuo priimto sprendimo išmokėti dividendus jie nebuvo išmokėti. LR akcinių bendrovių įstatymo 14 str. taip pat nurodo, kad dividendus akcininkas privalo grąžinti, jeigu jie buvo išmokėti pažeidus LR akcinių bendrovių įstatymo nustatytas normas, o bendrovė įrodo, kad akcininkas apie pažeidimą žinojo arba turėjo žinoti.

Dividendų išmokėjimo apribojimai. Teisinė bazė apibrėžia ne tik akcininkų teises į dividendus, tačiau ir išlygas, kada dividendai negali būti mokami. Taigi įmonių galimybės formuoti dividendų politiką yra bent iš dalies apribotos. Teisiškai apribojant įmonių galimybes išmokėti dividendus apsisaugoma nuo atvejų, kai įmonės fiktyviai taiko dividendų mokėjimą kaip pozityvų įmonės finansinės padėties signalą, todėl galima teigti, kad šie ribojimai aktualūs Signalo teorijos kontekste. Teisiniai ribojimai dividendų išmokėjimui reikšmingi įmonių finansinio stabilumo palaikymui, akcininkų ir investuotojų turto apsaugojimui. Agentų teorijos kontekste dividendų mokėjimo apribojimai iš dalies sumažina interesų konfliktą tarp įmonės savininkų ir vadovų.

Sprendimai dėl dividendų mokėjimo priimami visuotiniame akcininkų susirinkime. Visuotinio akcininkų susirinkimo sprendime dėl bendrovės pelno (nuostolių) paskirstymo turi būti nurodyta pelno dalis skirta dividendams išmokėti, atskirai nurodant, kiek dividendų buvo išmokėta už nepasibaigusius finansinius metus, bendrovės finansiniams metams pasibaigus. Apibendrinant LR teisinio reguliavimo ypatumus galima teigti, kad dividendai negali būti skiriami ir išmokami, jeigu:

- įmonė yra nemoki arba tokia bus išmokėjusi dividendus. Nemoki įmonė yra tokia, kuri nevykdo įsipareigojimų, o pradelstos skolos viršija puse balanse nurodyto turto vertės;
- jeigu ataskaitiniai finansiniai metai yra nuostolingi;
- jeigu bendrovės nuosavas kapitalas yra arba bus išmokėjus dividendus mažesnis, nei įstatinio kapitalo ir rezervų suma.

Jeigu bendrovė susiduria su bent viena iš aukščiau išvardytų išlygų, kodėl dividendai neturėtų būti skiriami ir išmokami, bet dividendai vis tiek yra išmokami, toks sprendimas teismo nustatyta tvarka gali būti pripažintas negaliojančiu.

Atskiri ribojimai numatomi, jei bendrovė priima sprendimą išmokėti dividendus už trumpesnį laikotarpį negu bendrovės finansiniai metai. Už trumpesnį nei finansiniai metai laikotarpį dividendai gali būti skiriami tik visuotinio akcininko susirinkimo sprendimu. Inicijuoti sprendimą turi teisę tik tie akcininkai, kurių turimos akcijos sudaro ne mažiau kaip 1/3 visų balsų, jeigu bendrovės įstatai nenumato kitaip. Už trumpesnį laikotarpį nei finansiniai metai dividendai gali būti skiriami, jeigu yra tenkinamos šios sąlygos:

- patvirtintas tarpinis finansinių ataskaitų rinkinys;
- tarpinė pelno (nuostolių) suma yra teigiama;
- dividendams skirta suma neviršija tarpinio pelno, ankstesnių finansinių metų nepaskirstytojo pelno (nuostolių), perkelto į einamuosius finansinius metus, sumos, atskaičius tarpinio pelno dalį, kuri turi būti skirta į rezervus;
- bendrovė neturi įsipareigojimų, kurių atsiskaitymo terminas suėjęs sprendimo priėmimo dieną, o išmokėjusi dividendus galėtų įvykdyti einamųjų metų prievoles (60^1 str.).

Dividendų apmokestinimas. Lietuvoje gaunami dividendai, kurie skiriami už akcijas, įstatinį kapitalą arba kitas teises, apmokestinami 15 procentų pelno mokesčio tarifu. Šį mokestį, iš skiriamų dividendų, iki kito mėnesio 15 dienos išskaičiuoja ir sumoka į biudžetą Lietuvos bendrovė. 3 lentelėje pateikiami dividendų apmokestinimo ypatumai priklausantys nuo dividendų mokėtojo ir dividendų gavėjo.

3 lentelė. Dividendų apmokestinimo tarifai

Dividendų mokėtojas	Dividendų gavėjas (akcininkas)	Mokesčio tarifas
Lietuvos įmonė	Lietuvos gyventojas	15
	Užsienietis	15 arba pagal dvigubo apmokestinimo išvengimo sutartį (toliau – DAIS)
	Lietuvos įmonė	15 arba neapmokestinami
	Užsienio įmonė	15 pagal DAIS arba neapmokestinami
Užsienio įmonė	Lietuvos įmonė	15 arba neapmokestinami
	Lietuvos gyventojas	15 arba pagal DAIS

Šaltinis: sudaryta darbo autorės.

Lietuvos įmonė – Lietuvos gyventojui. Lietuvos įmonės dividendai išmokėti Lietuvos gyventojui yra apmokestinami 15 proc. gyventojų pajamų mokesčio.

Lietuvos įmonė – užsieniečiui. Lietuvos įmonės dividendai išmokėti užsieniečiui yra apmokestinami 15 proc. gyventojų pajamų mokesčiu. Jeigu Lietuva turi dvigubo apmokestinimo išvengimo sutartį su valstybe, kurios gyventojui išmokami dividendai, tai dividendai apmokestinami abiejose valstybėse, pagal numatytus tarifus sutartyje.

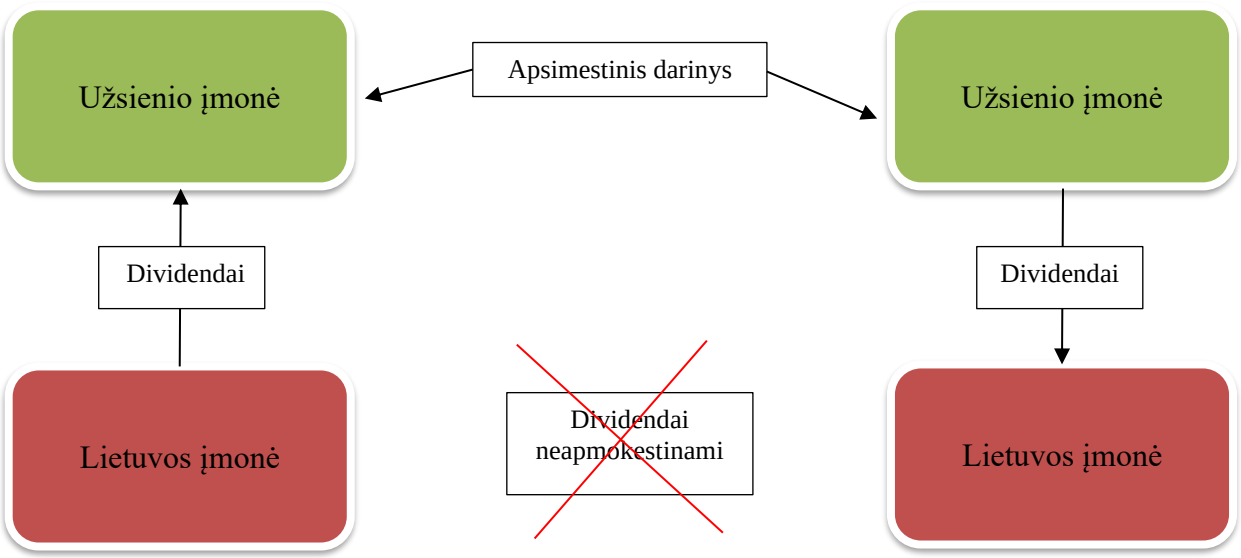
Lietuvos įmonė – Lietuvos įmonei. Dividendai, kuriuos išmoka Lietuvos įmonė kitai Lietuvos įmonei, apmokestinami 15 proc. pelno mokesčio tarifu. Pelno mokestį apskaičiuoja, išskaito ir sumoka dividendus išmokanti bendrovė, iki kito mėnesio penkioliktos dienos. Dividendus gaunanti bendrovė gali susimažinti savo pelno mokestį tokia pat suma, kurį buvo išskaičiuota jam išmokant dividendus. Išmokami dividendai neapmokestinami ir į pajamas netraukiami, jeigu dividendai mokami bendrovei, kuri valdo ne mažiau kaip 10 proc. dividendus išmokančios įmonės akcijų ir jų valdymo trukmė ne trumpesnė kaip 12 mėnesių nepertraukiamo valdymo. 12 mėnesių nepertraukiamas laikotarpis turi būti suėjęs dividendų paskirstymo dieną. Neapmokestinama vadovaujantis „dalyvavimo išimties taisykle“. Tačiau taikomos išimtys, kad jeigu 12 mėnesių nepertraukiamas akcijų valdymo laikotarpis nesuėjęs dividendų skirstymo dieną, tačiau akcininkas planuoja akcijas išlaikyti 12 mėnesių, dividendai neapmokestinami. Jeigu tokiu atveju buvo išmokėti dividendai, o akcininkas savo akcijas perleido kitam akcininkui, išmokėti dividendai turi būti apmokestinami ir sumokėti į biudžetą, taip pat įstatymų nustatyti tvarka bus priskaičiuojami delspinigiai.

Lietuvos įmonė – užsienio įmonei. Dividendai, kuriuos išmoka Lietuvos įmonė užsienio įmonei, apmokestinami 15 proc. pelno mokesčio tarifu. Pelno mokestį apskaičiuoja, išskaito ir sumoka dividendus išmokanti Lietuvos bendrovė. Jeigu tarp Lietuvos ir užsienio valstybės, kurioje įsikūrusi dividendus gaunanti įmonė, yra sudaryta DAIS, tai vadovaujamasi sutartyje numatomomis sąlygomis ir nustatytais apmokestinimo tarifais. Lietuvos bendrovė, išmokanti dividendus, išskaičiuoti pelno mokestį mažesniu tarifu, kaip numatyta DAIS, gali tik tuo atveju, jeigu dividendus gaunanti užsienio bendrovė pateiks prašymą sumažinti mokestį. Jeigu Lietuvos bendrovė išskaičiuos sumažintą pelno mokesčio tarifą iš išmokamų dividendų, kaip tai numatyta DAIS, be dividendus gaunančio užsienio bendrovės prašymo sumažinti tarifą, tokiu atveju užsienio bendrovė gali teikti prašymą susigrąžinti išskaičiuoto mokesčio skirtumą. Jeigu užsienio įmonę, kuriai išmokami dividendai, turi ne mažiau kaip 10 proc. ir ne trumpiau kaip 12 mėnesių nepertraukiamą laikotarpį Lietuvos bendrovės akcijų, tai išmokami dividendai neapmokestinami, išskyrus tuos atvejus, kai užsienio įmonė įregistruota tikslinėje teritorijoje. Neapmokestinama vadovaujantis „dalyvavimo išimties taisykle“. Jeigu buvo išmokėti dividendai, o akcininkas savo akcijas perleido kitam akcininkui, o jis pats toliau valdo mažiau nei 10 proc. bendrovės akcijų, išmokėti dividendai turi būti apmokestinami ir sumokėti į biudžetą, taip pat įstatymų nustatyta tvarka bus priskaičiuojami delspinigiai. Į DAIS neatsižvelgiama, jeigu neapmokestinami dividendai atitinka visus neapmokestinimo kriterijus.

Užsienio įmonė – Lietuvos įmonei. Dividendai, kuriuos išmoka užsienio įmonė Lietuvos įmonei, apmokestinami 15 proc. pelno mokesčio tarifu. Pelno mokestį apskaičiuoja, išskaito ir sumoka dividendus gaunanti Lietuvos bendrovė. Jeigu Lietuvos bendrovė turi akcijas užsienio

įmonės, kuri registruota Europos ekonominės erdvės valstybėje ir kurios pelnas apmokestinamas pelno ar panašiu mokesčiu, tai išmokami dividendai neapmokestinami. Jeigu Lietuvos įmonė, kuriai išmokami dividendai, turi ne mažiau kaip 10 proc. ir ne trumpiau kaip 12 mėnesių nepertraukiamą laikotarpį užsienio įmonės akcijų, tai išmokami dividendai neapmokestinami, išskyrus tuos atvejus, kai bendrovė įregistruota tikslinėje teritorijoje. Lietuvos įmonė gautų dividendų netraukia į pajamas. Neapmokestinama vadovaujantis „dalyvavimo išimties taisykle“.

Užsienio įmonė – Lietuvos gyventojui. Užsienio įmonės dividendai išmokėti Lietuvos gyventojui yra apmokestinami 15 proc. gyventojų pajamų mokesčiu. Jeigu Lietuva turi DAIS su valstybe, kuri išmoka dividendus, tai dividendai apmokestinami pagal numatytus tarifus sutartyje. Dividendų neapmokestinimas netaikomas tais atvejais, kai dividendų išmokėjimu siekiama sumažinti pelną arba pelno ar panašius mokesčius. Taip pat netaikoma, jeigu vienas iš pagrindinių tikslų buvo gauti mokestinės naudos, kuri prieštarauja mokesčių sistemai, todėl jie priskiriami apsimestiniams atvejams (žr. 6 pav.).



6 pav. Dividendų apsimestiniai dariniai

Remiantis teisinės bazės analize galima teigti, kad Lietuvoje kai kuriais atvejais dividendai apmokestinami dvigubai, nes įmonė sumoka valstybei pelno mokestį, o nuo išmokamų dividendų akcininkams yra sumokamas gyventojų pajamų mokestis. Šis dvigubas apmokestinimas skatina įmones nemokėti dividendų akcininkams, dėl ko pelningos įmonės yra linkusios tapti eilinėmis didelėmis įmonėmis, kurios plečiasi į verslo srities nepasižyminčiose dideliu konkurencingumu. Remiantis teorine analize, ne visi vadovai sugeba pinigų perteklių panaudoti efektyviai. Tokiu būdu susidaro palankios sąlygos pelno švaistymui. Investuotojai, kreipiantys didžiausią dėmesį į akcijos

kainos augimą, neturėtų pamiršti, kad ir geriausios bendrovės negali augti greičiau negu ekonomika. Bendrovei turint perteklinį pelną, bet neturint galimybių daugiau plėstis, rekomenduojama išmokėti dividendus akcininkams. Išmokėdama dividendus bendrovė išlaiko nuoseklų augimą ir tokios bendrovės pelningumas nemažėja. Sumanus investuotojas turi įvertinti tai, kad bendrovės plėtra ir pelnas yra skirtingi dalykai.

Taip pat galima pastebėti, kad dėl dividendų apmokestinimo ypatumų Lietuvoje ketinant investuoti, naudingiau, jeigu akcininkas yra juridinis asmuo, o ne fizinis, nes juridiniai asmenys gali nemokėti mokesčių nuo gautų dividendų, todėl galima daugiau finansų nukreipti į investicijas skirti. Dar vienas kriterijus, kodėl investuoti geriau juridiniam, o ne fiziniams asmeniui – jeigu investicija nesėkminga, juridinis asmuo gali pažinti pelno mokesti patirtomis išlaidomis.

Pažymėtina, kad bendrovės, siekdamos išvengti mokesčių naštos, dividendų mokėjimą bando pakeisti kitais būdais. Vienas iš būdų – įstatinio kapitalo mažinimas, išmokant skirtumą tarp esamo kapitalo ir galimo mažiausio. Išmokant kapitalą, kuris buvo akcininkų įnešamas kuriant įmonę, mokestinių prievolių neatsiranda, pelno mokesčio mokėti nereikia. Kitas būdas išvengti mokesčių išsimokant atlygį akcininkams – tantjemų mokėjimas. Tantjemoms taikomas mažesnis gyventojų pajamų mokesčio tarifas nei dividendams. Tačiau reikia nepamiršti to, kad tantjemos negali būti išmokamos, jeigu nebuvo išmokėti dividendai, kitu atveju tantjemų mokėjimo tvirtinimą galimą užginčyti visuotinio akcininkų susirinkimo metu. Taip pat akcininkams gali būti suteikiamos paskolos su palūkanomis, kurio turi atitikti rinkos vertę. Kitu atveju akcininko gautos pajamos iš bendrovės gali būti apmokestinamos, kad nebūtų išvengta mokesčių prievolių.

Apibendrinant galima teigti, kad LR teisinė bazė nėra skatinanti įmones mokėti dividendus, kadangi dividendams būdingas dvigubas apmokestinimas. Esant dvigubam investavimui įmonės yra linkusios ieškoti alternatyvių rinkos dividendų mokėjimui būdų arba reinvestuoti pelną, tačiau pastaruoju atveju kyla didelė pelno švaistymo tikimybė. Dvigubo apmokestinimo sistema gali neigiamai veikti įmonių veiklą, kadangi skatina reinvestuoti į sritis, kuriose nepasižymi aukštomis konkurencingumo perspektyvomis. Palaikant įmonių finansinį tvarumą teisinė bazė numato ribotumus dividendų išmokėjimui. Įmonei draudžiama išmokėti dividendus, jei ji yra nemoki arba tokia bus išmokėjusi dividendus. Ribojimai taikomi ir išmokant dividendus už trumpesnį laikotarpį negu bendrovės finansiniai metai. Dėl teisinių apribojimų dividendų išmokėjimui gali būti mažinami interesų konfliktai tarp vadovų ir savininkų. Be to, įmonės negali savivaliauti išnaudodamos dividendų mokėjimą kaip pozityvų signalą apie finansinę būklę, jei situacija įmonėje yra nepalanki.

2. TYRIMO DIZAINAS

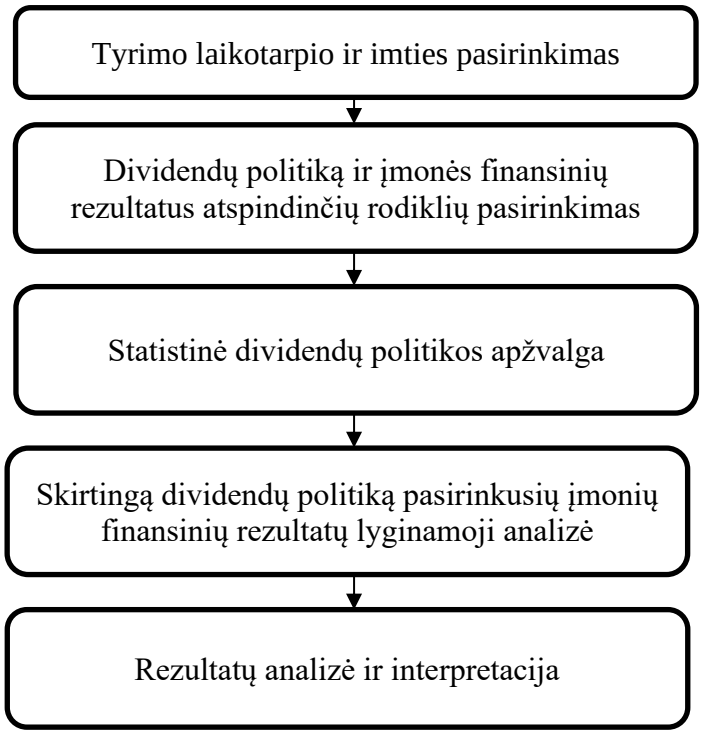
Tyrimo problema: mokslinių šaltinių analizė atskleidė, kad tiek dividendų politikos formavimo, tiek rinkos reakcijos į dividendų politiką atžvilgiu yra reikšmingas lokalumo veiksnys – tai reiškia, kad skirtingose regionuose skiriasi teorinių dividendų politikos modelių pritaikymas. Užsienio literatūroje yra gausu dividendų politikos įtakos finansiniams rezultatams tyrimų, tačiau Lietuvoje ir kitų Baltijos šalių dividendų politikos įtaka įmonių finansiniams rezultatams nagrinėta minimaliai.

Tyrimų tikslas: įvertinti COVID-19 pandemijos įtaką listinguojamų Baltijos šalių įmonių dividendų politikai ir rezultatams.

Tyrimo uždaviniai:

1. Išanalizuoti listinguojamų Baltijos šalių įmonių dividendų politikos ypatumus 2016-2020 m. laikotarpiu.
2. Nustačius listinguojamų Baltijos šalių įmonių dividendų politikos pokyčius COVID-19 kontekste įvertinti jų įtaką pelningumo rodikliams.
3. Nustačius listinguojamų Baltijos šalių įmonių dividendų politikos pokyčius COVID-19 kontekste įvertinti jų įtaką augimo ir akcijų pelningumo rodikliams.

Tyrimo nuoseklumą atskleidžia žemiau pateikiamas paveikslas (6 pav.).



7 pav. Tyrimo eigos schema

Tyrimo imtis. Tyrime analizuojami Nasdaq OMX Baltic vertybinių popierių biržoje listinguojamų Baltijos šalių įmonių rodikliai. Tyrimas apima 2016-2020 m. laikotarpį. Baltijos oficialiajame sąraše šiuo metu yra 33 įmonės, Baltijos papildomame sąraše – 22 įmonės, Baltic First North sąraše – 14. Visas stebinių skaičius – 69 įmonės. Pagal kilmės šalis įmonės pasiskirsto taip – 28 Estijos įmonės, 27 Lietuvos įmonės, 14 Latvijos įmonių.

Tyrimo etapai. Atsižvelgiant į tai, kad Baltijos šalių dividendų politika yra minimaliai tyrinėta tema pirmajame etape atliekama dividendų politikos apžvalga, kuria siekiama nustatyti Baltijos šalių įmonių pasiskirstymą pagal dividendų politikos ypatumus. Atskirtos dividendus mokančios ir nemokančios Nasdaq OMX Baltic vertybinių popierių biržoje listinguojamos įmonės. Atliekama statistinė dividendų politikos rodiklių – dividendų tenkančių vienai akcijai (angl. *Dividend Per Share,* DPS) ir dividendų pelningumo (angl. *Dividend Yield*) – analizė.

2020 m. metais vykdytos dividendų politikos apžvalgos pagrindu išskirti Nasdaq OMX Baltic vertybinių popierių biržoje listinguojamų įmonių klasteriai pagal šiuos kriterijus.

- Dividendų mokėjimas/ nemokėjimas. Siekiama išsiaiškinti, ar skiriasi skirtingą dividendų politiką 2020 m. pasirinkusių įmonių veiklos rezultatai.
- Šalis. Dividendų nemokėjusios šalys papildomai buvo suskirstytos pagal šalis. Remiamasi prielaida, kad dividendų politikos sprendimams gali daryti įtaką išoriniai, su rinkų veikla susiję veiksniai (pvz., tradicijos, šalies valdymo ir finansų sistemos ypatumai).

Atliekant klasterinę analizę grupių palyginimui taikomas Chi kvadrato testas (X^2). Chi kvadrato testas taikomas kaip laukiamų ir stebimų dažnių matas. Testo taikymo privalumas – jis gali būti taikomas, kai stebimo kintamojo skirstinys nėra normalusis. Be to, nėra reikalingas didelis stebinių skaičius, o tai reikšminga tiriant ribotą listinguojamų įmonių skaičių. Stebėjimų skaičius turi būti ne mažesnis nei 30. Lyginant grupes taikomas statistinių išvadų reikšmingumo lygmuo: $p \leq 0,05$.

Atliekant stebinių atranką palyginimui buvo pašalintos naujos įmonės, kurios 2020 m. beveik negauna pajamų ir pelno (pajamos neviršija 0,1 mln. EUR). Pelno negeneruojančios ir iš ne einamųjų metų pelno dividendų mokėti negalinčios įmonės negali pasirinkti dividendų politikos, todėl nuspręsta, kad šių įmonių įtraukimas į Chi kvadrato testą nebūtų tikslingas.

Analizuojant įmonių veiklos rezultatus pasirinkti 8 santykiniai finansiniai rodikliai. 4 lentelėje pateikiami rodikliai, jų skaičiavimo formulės ir pasirinkimo pagrindimas.

4 lentelė. Tyrime taikomi santykiniai finansiniai rodikliai

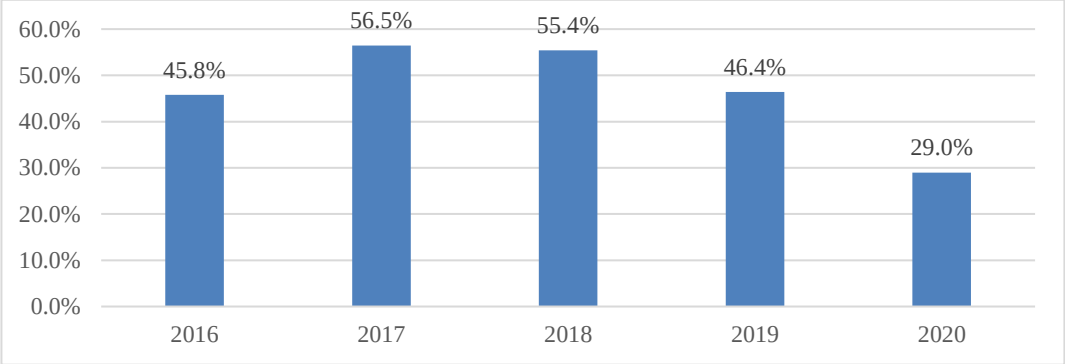
Rodiklis	Formulė	Pagrindimas
Grynasis pelningumas	$Grynasis\ pelningumas = \frac{Grynasis\ pelnas}{Pajamos}$	Rodiklis atskleidžia tikrąjį pardavimų rezultatą. 10 proc. Nesiekiantis pelningumas laikomas problematišku, mažesnis nei 5 proc. pelningumas signalizuoja blogą padėtį.
EBIT pelningumas	$EBIT = \frac{EBIT\ pelnas}{Pardavimo\ pajamos}$	Rodiklis rodantis įmonės valdymo efektyvumą.
Turto pelningumas (ROA)	$ROA = \frac{Grynasis\ pelnas}{Turtas}$	Vienas iš dažniausiai naudojamų rodiklių parodantis kiek naudingai panaudojamas įmonės turtas ir leidžiantis įvertinti įmonės vadovybės veiklos efektyvumą. Vertinant reikšmes vyrauja nuomonė, kad žemesnis nei 5 ar 8 turto pelningumas nėra tinkamas.
Nuosavo kapitalo grąža (ROE)	$ROE = \frac{Grynasis\ pelnas}{Nuosavas\ kapitalas}$	Rodikliu įvertinama, kiek efektyviai panaudojamas nuosavas įmonės kapitalas. Geru laikomas 15 proc. siekiantis ROE koeficientas, normaliu – 10 proc. ir didesnis.
Investicijų grąža (ROIC)	$ROE = \frac{Grynasis\ pelnas}{Nuosavas\ kapitalas}$	Rodiklių vertinamas investicijų efektyvumas. Didesnis nei 2 ROIC rodiklis rodo, kad įmonė sugeba generuoti pridėtinę vertę.
Įmonės pajamų augimo koeficientas	$Augimo\ koeficientas = \frac{Pajamos_x - Pajamos_{x-1}}{Pajamos_{x-1}}$	Skaičiuojamas kaip pajamų procentinis pasikeitimas lyginant su prieš tai buvusiu periodu. Šiuo rodikliu siekiama įvertinti, ar įmonė yra auganti ir didinanti savo pajėgumus.
Įmonės turto augimas	$Augimo\ koeficientas = \frac{Turtas_x - Turtas_{x-1}}{Turtas_{x-1}}$	Skaičiuojamas kaip pajamų procentinis pasikeitimas lyginant su prieš tai buvusiu periodu. Šiuo rodikliu siekiama įvertinti, ar įmonė yra auganti ir didino savo veiklos pajėgumus.
Akcijų pelningumas (angl. Basic earning per share	$Akcijų\ pelningumas = \frac{Bendrasis\ pelnas - Dividendai}{Akcijų\ vidutinė\ vertė}$	Vienas iš labiausiai investuotojus dominančių rodiklių, kuris leidžia įvertinti įmonės akcijų patrauklumą.

Pasirinkti rodikliai gali būti skirstomi į tris grupes: 1) pelningumo rodikliai (grynasis pelningumas, EBIT pelningumas, turto pelningumas, nuosavo kapitalo pelningumas ir investicijų grąža); 2) augimo rodikliai (pajamų ir turto augimo koeficientai); 3) akcijų pelningumo rodiklis.

3. LISTINGUOJAMŲ BALTIJOS ŠALIŲ ĮMONIŲ DIVIDENDŲ POLITIKOS YPATUMŲ IR ĮTAKOS REZULTATAMS COVID-19 KONTEKSTE TYRIMAS

3.1. Dividendų politikos tarp listinguojamų Baltijos šalių įmonių tendencijų 2016-2020 m. analizė

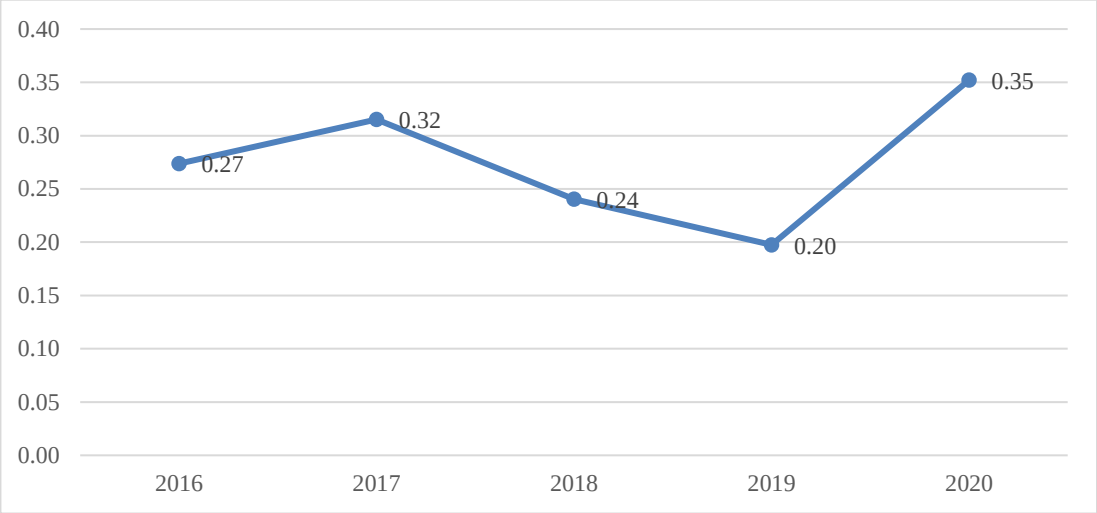
Dividendų politikos tendencijų analizė laiko perspektyvoje yra svarbi keliant prielaidas apie išorinių veiksnių, taip pat ir pandemijos, poveikį dividendų politikos sprendimams. NASDAQ listinguojamų įmonių finansinės grąžos duomenų analizė rodo, kad 2016-2020 m. laikotarpiu dividendų politikos tendencijos kito – dividendus skirtingais metais išmokėjo nuo 29 iki 56,5 proc. tyrimo stebinių (pav.).



8 pav. Dividendus išmokėjusių listinguojamų Baltijos šalių įmonių dalis
Šaltinis: NASDAQ finansinės informacijos duomenys.

Didžiausią dalis į tyrimą įtrauktų įmonių dividendus išmokėjo 2017 m. (56,5 proc.). Vėliau dividendus mokančių įmonių dalis tendencingai mažėjo. Kaip ir galima buvo numanyti, 2020 m susidūrus su COVID-19 pandemijos sąlygotu ekonominiu nuosmukiu dividendus mokančių įmonių dalis pasiekė žemumas – dividendus toliau mokėti nusprendė 29 proc. įmonių. Nors pastebėtina, kad dividendus mokančių įmonių dalis reikšmingai susitraukė dar 2019 m., kai apie būsimą pandemiją dar nebuvo žinoma. Kaip pabrėžia Pinto ir Rastogi (2019), vyraujant ekonominio nestabilumo nuotaikoms, įmonės renkasi mažesnių dividendų arba dividendų nemokėjimo politiką. Tačiau teorinė ir empirinių tyrimų analizė atskleidė, kad galimas ir atvirkštinis ekonominio nuosmukio poveikis, kai dividendų mokėjimas yra taikomas kaip signalizavimo apie gerą finansinę padėtį priemonė. Galima prisiminti, kad Mazur ir kt. (2020) atlikta analizė parodė, kad susidūrus su pandemija iš viso net 80 proc. JAV įmonių toliau mokėjo dividendus, nors tai buvo skausminga finansiškai. Signalizavimo tendencija žvelgiant į dividendus mokėjusių ir nemokėjusių NASDAQ įmonių sąrašą nepasitvirtino. Verta pažymėti, kad nemokios arba tokiomis tapsiančios po dividendų mokėjimo įmonės negali išmokėti dividendų, todėl dividendų politikos pasirinkimas esant ekonominiam nuosmukiui yra ribotas, tačiau dividendai gali būti mokami ne tik iš einamųjų metų pelno.

Nagrinėjant dividendų politikos tendencijas verta pastebėti, kad tarp dividendus mokančių įmonių dividendų tenkančių vienai akcijai rodiklis augo. Būtent 2020 m. vidutinis dividendų dydžio vidurkis akcijai pasiekė aukštumas (0,35) (pav.).



9 pav. Dividendus išmokėjusių listinguojamų Baltijos šalių dividendų tenkančių vienai akcijai vidurkio dinamika 2016-2020 m.
Šaltinis: NASDAQ finansinės informacijos duomenys.

Iš viso analizuojamu laikotarpiu dividendų tenkančių vienai akcijai rodiklis svyravo nuo 0,20 iki 0,35.

Rodiklio išaugimas būtent kriziniu skatina manyti, kad dalis dividendus mokėjusių įmonių vis dėlto siekė išmokamais didesniais dividendais siųsti signalą apie teigiamą įmonės finansinę padėtį įmonėje. Tačiau buvo nustatytos tik 9 įmonės, kurios metinį dividendų išmokėjimą padidino būtent 2020 m.

5 lentelė. 2020 m. dividendų išmokėjimą didinusios įmonės

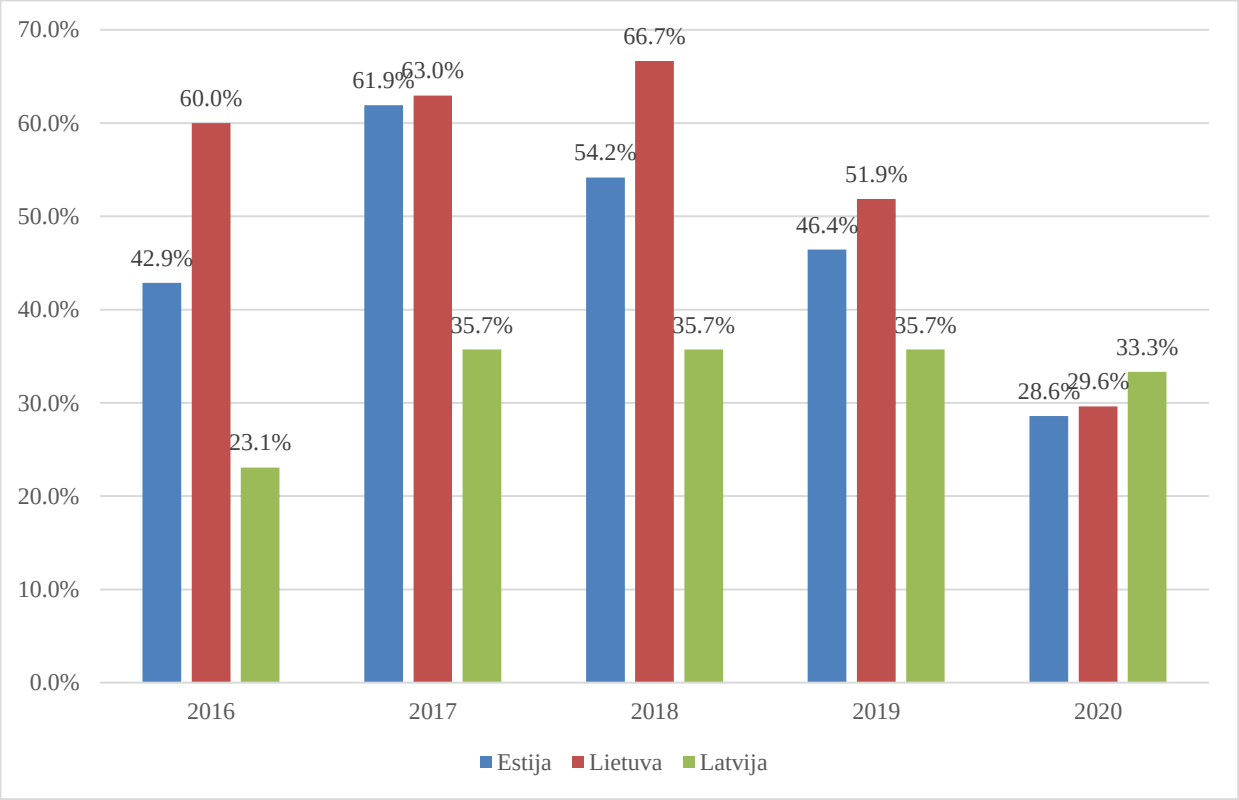
Įmonės	**2019 m.**	**2020 m.**	**Metinis pokytis**
Acro Vara	0,01	0,04	0,03
Pieno žvaigždės	0,03	0,07	0,04
Telia Lietuva	0,08	0,09	0,01
MADA cosmetics	0,12	0,15	0,03
SAF Tehnika	0	0,21	0,21
Talina Kaubamaja grupp	0,71	0,73	0,02
Invalda INVL	0	0,8	0,8
Tallinna Vesi	0,75	1	0,25
INVL Baltic Real Estate	0,13	1,55	1,42

Duomenys rodo, kad daugelyje dividendus didinusių įmonių metinis pokytis buvo minimalus. 2020 m. ženkliai dividendų išmokėjimą didino tik kelios iš stebimų įmonių. Labiausiai sąraše išsiskiria *INVL Baltic Real estate* (metinis pokytis – 1,42), *Invalda INVL* (2019 m. dividendai nebuvo mokami). Taip pat kiek ženklesnis išmokamų dividendų dydžio pokytis pastebimas SAF *Tehnika* ir *Tallinna Vesi* įmonėse (atitinkamai metiniai pokyčiai siekė 0,21 ir 0,25). Galima teigti,

kad dividendų kaip signalizavimo priemonės taikymas pandeminės krizės laikotarpiu nebuvo dažnas reiškinys.

Pažymėtina, kad nebuvo identifikuota nei vienos įmonės, kuri 2016-2020 m. laikotarpiu būtų vykdžiusi aktyvią dividendų politiką. Kaip minėta teorinėje dalyje, *aktyvioji dividendų politika* apibūdina įmonės pasirinkimą dividendus mokėti pagal fiksuotą dydį kaip uždirbto pelno dalis. Kitaip tariant, visų stebinių dividendų politika yra susieta su išorinių/ vidinių dividendų politikos veiksnių pokyčiais.

Lyginant dividendų politikos ypatumus šalies aspektu galima pastebėti, kad egzistuoja reikšmingi skirtumai tarp Estijos, Lietuvos, Latvijos įmonių. Beveik visu analizuojamu laikotarpiu didžiausia dalis dividendus mokančių įmonių fiksuojama tarp listinguojamų Lietuvos įmonių. Mažiausiai dividendus mokančių įmonių (išskyrus (2020 m.) yra Latvijoje (pav.).

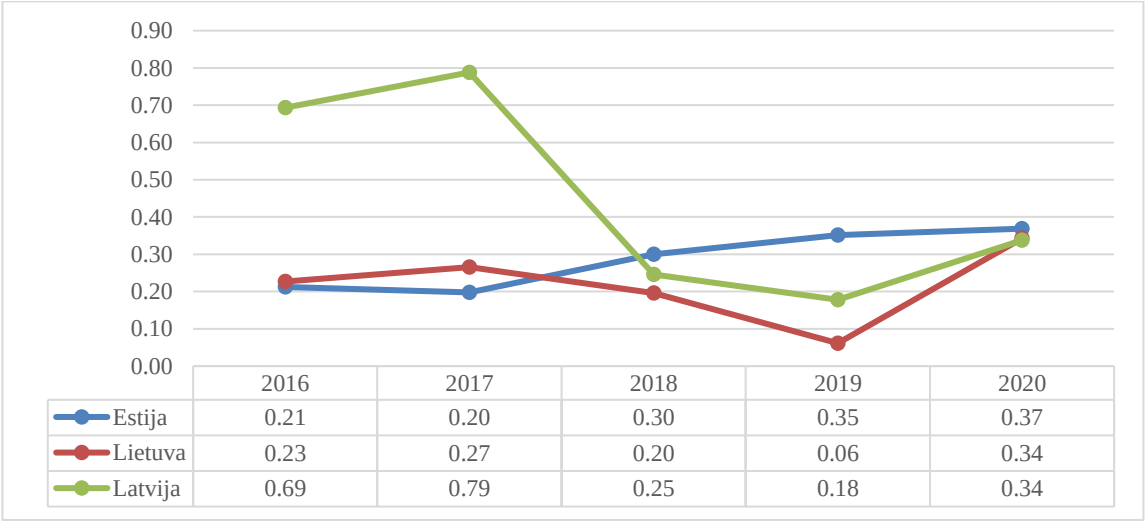


10 pav. Dividendus išmokėjusių listinguojamų įmonių dalis Estijoje, Lietuvoje, Latvijoje
Šaltinis: NASDAQ finansinės informacijos duomenys.

Dividendų mokėjimo tarp listinguojamų įmonių ypatumus lemia šių įmonių dydis – pavyzdžiui, dauguma į NASDAQ sąrašus įtrauktų Latvijos įmonių yra smukios ir vidutinės įmonės. Galima palyginti, jog tarp Latvijos listinguojamų tik dvi 2020 m. viršijo 100 mln. EUR metinę apyvartą, Lietuvoje tokių įmonių buvo 10, Estijoje – 8. Todėl darytina prielaida, kad didesnė dalis Latvijos įmonių siekia nukreipti savo uždirbtą pelną į veiklos plėtrą. Remiantis ta pačia prielaida galima paaiškinti ir tai, kodėl didžiausia dalis Lietuvos įmonių visą laikotarpį, išskyrus 2020 m., mokėjo dividendus. Duomenys rodo, kad 2019 m. tarp listinguojamų Lietuvos įmonių net 13

įmonių viršijo metinę 100 mln. EUR apyvartą, todėl galima manyti, kad mažiau Lietuvos įmonių yra suinteresuotos veiklos plėtimu. Vis dėlto analizė atskleidžia, kad 2020 m. susidūrus su ekonominiu sąstingiu dividendus mokančių įmonių dalis visose Baltijos šalyse itin supanašėjo. Visos trijose šalyse dividendus mokėjo maždaug trečdalis listinguojamų įmonių. Lyginant su ankstesniais metais 2020 m. dividendų neišmokėjo 5 Estijos įmonės, 7 Lietuvos įmonės ir 2 Latvijos įmonės. Taip pat nustatyta, kad tarp visų įmonių 2016-2020 m. dividendų nė karto neišmokėjo 10 Estijos įmonių, 5 Lietuvos įmonės ir 6 Latvijos įmonės.

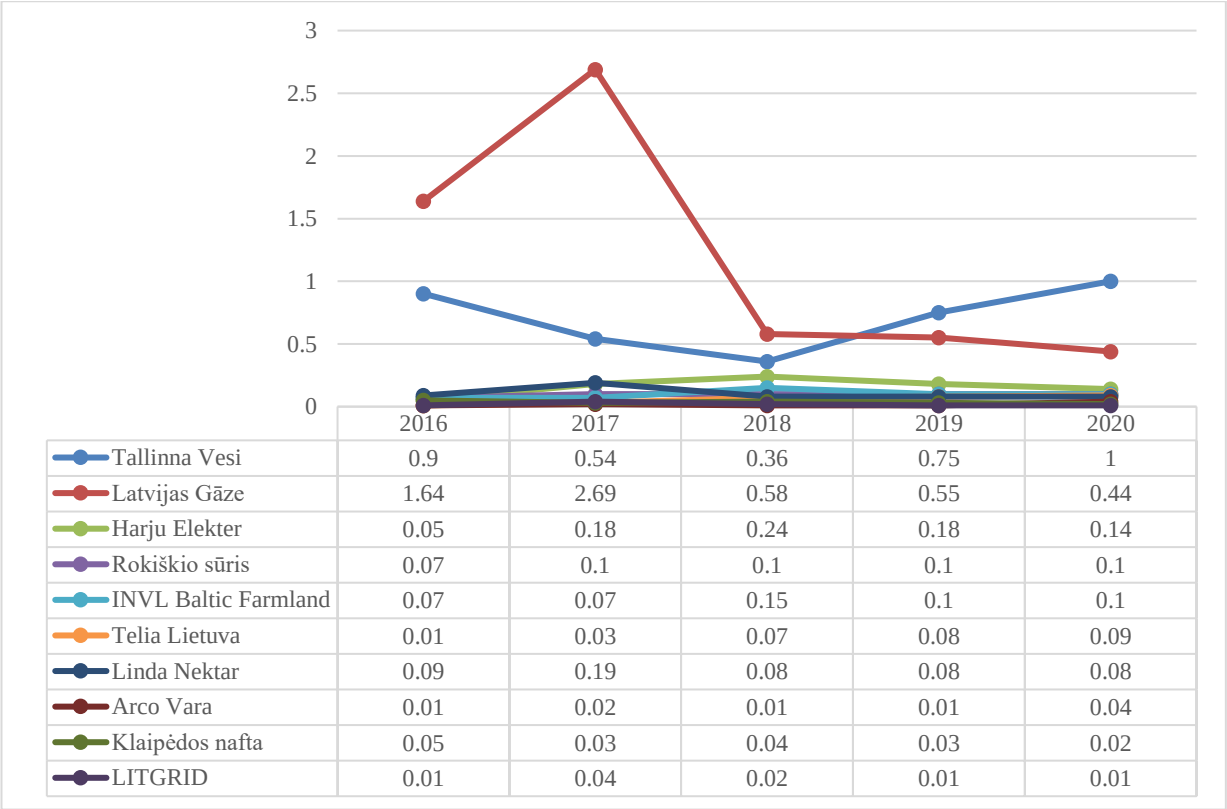
Tačiau taip pat pastebėtina, kad nors 2016-2019 m. laikotarpiu tarp Latvijos įmonių mažiausia dalis įmonių mokėjo dividendus, tarp dividendų mokėjimo politiką pasirinkusių įmonių dividendų dydžiu pasižymėjo būtent Latvijos įmonės. Ypač aukštais dividendais Latvijos įmonės pasižymėjo 2016-2017 m. laikotarpiu.



	2016	2017	2018	2019	2020
Estija	0.21	0.20	0.30	0.35	0.37
Lietuva	0.23	0.27	0.20	0.06	0.34
Latvija	0.69	0.79	0.25	0.18	0.34

11 pav. Dividendus mokėjusių tenkančių vienai akcijai vidurkiai tarp listinguojamų įmonių Estijoje, Lietuvoje ir Latvijoje
Šaltinis: NASDAQ finansinės informacijos duomenys.

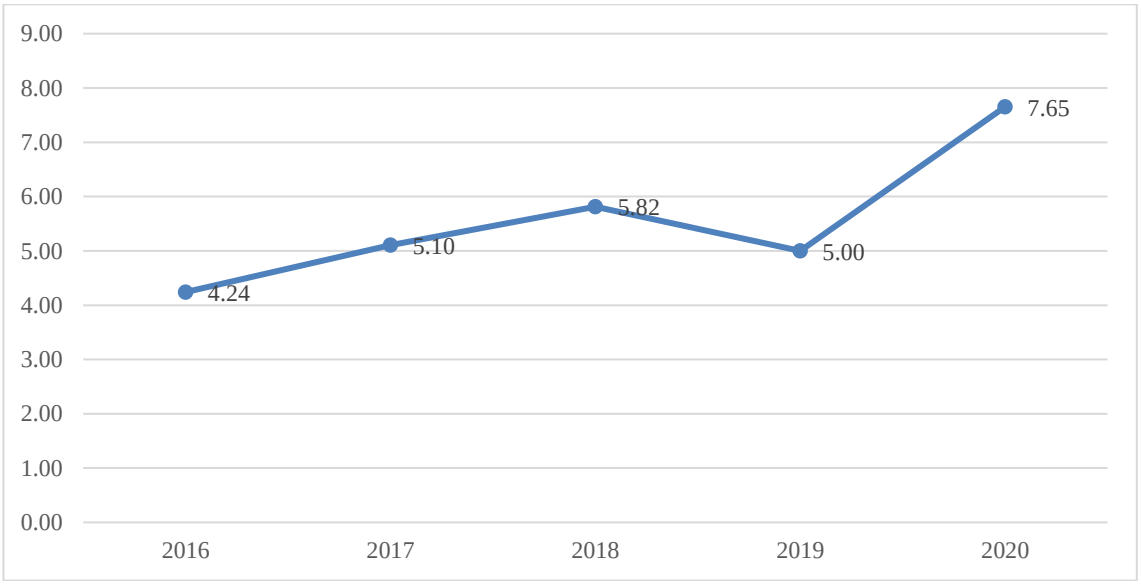
Atskirų įmonių duomenų analizė atskleidė, kad iš 69 stebimų įmonių, tik 10 reguliariai, t.y. kasmet mokėjo dividendus. Daugumai listinguojamų įmonių būdingas nereguliarus dividendų mokėjimas (12 pav.). Nei viena iš įmonių netaikė fiksuotos dividendų politikos, nors kai kurių įmonių dividendų pokyčiai nebuvo ženklūs. Dividendų pastovumu pasižymėjo įmonės, kurios taiko žemų dividendų politiką, t.y. išmokami dividendai neviršijo 0,1 rodiklio (*Rokiškio sūris*, *Arco ara*, *Klaipėdos nafta*, *LITGRID*). Dividendų dydžiu išsiskyrė *Tallinna Vesi* ir *Latvijas Gāze*, tačiau šių įmonių dividendai nebuvo pastovūs. *Tallinna Vesi* dividendai svyravo nuo 0,36 iki 1 (didžiausius dividendus įmonė mokėjo būtent 2020 m.), *Latvijas Gāze* dividendai svyravo nuo 0,44 iki 2,69 (didžiausius dividendus įmonė mokėjo 2017 m.). Būtent šios įmonės mokami dividendai didžiąją dalimi nulėmė aukštą dividendų tarp listinguojamų Latvijos įmonių rodiklį.



	2016	2017	2018	2019	2020
Tallinna Vesi	0.9	0.54	0.36	0.75	1
Latvijas Gāze	1.64	2.69	0.58	0.55	0.44
Harju Elekter	0.05	0.18	0.24	0.18	0.14
Rokiškio sūris	0.07	0.1	0.1	0.1	0.1
INVL Baltic Farmland	0.07	0.07	0.15	0.1	0.1
Telia Lietuva	0.01	0.03	0.07	0.08	0.09
Linda Nektar	0.09	0.19	0.08	0.08	0.08
Arco Vara	0.01	0.02	0.01	0.01	0.04
Klaipėdos nafta	0.05	0.03	0.04	0.03	0.02
LITGRID	0.01	0.04	0.02	0.01	0.01

12 pav. Pastoviai dividendus mokėjusių listinguojamų Baltijos šalių įmonių dividendų dinamika
Šaltinis: NASDAQ finansinės informacijos duomenys.

Taip pat aktualu pastebėti, kad pandeminiu laikotarpiu ženkliai išaugo vidutinis listinguojamų Baltijos šalių įmonių dividendų pajamingumas. Rodiklio augimas fiksuojamas beveik visą laikotarpį išskyrus 2019 m. (13 pav.).

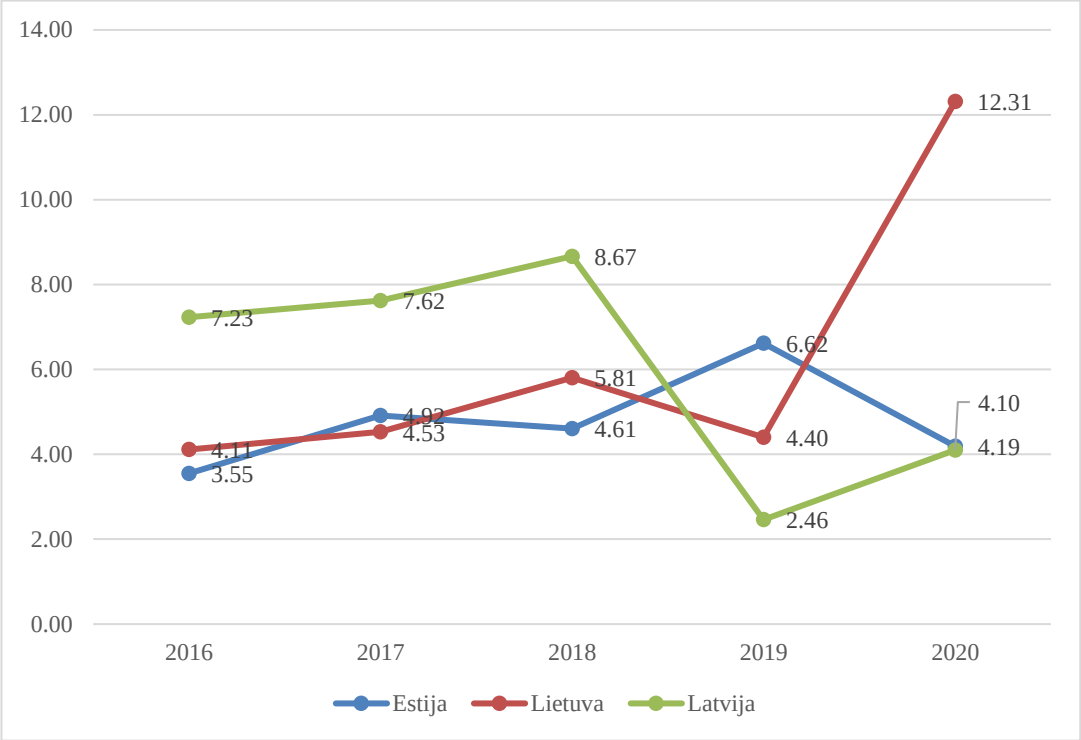


13 pav. Dividendų pajamingumo vidurkiai Baltijos šalyse
Šaltinis: NASDAQ finansinės informacijos duomenys.

Ypač reikšmingas dividendų pajamingumas fiksuojamas būtent 2020 m. (7,65). Tai rodo, kad investuotojai vidutiniškai daugiausiai grąžos dividendų forma gavo būtent pandeminės krizės sąlygomis. Mažiausia grąža dividendų grąža buvo gaunama analizuojamo laikotarpio pradžioje –

2016 m., kai dividendų pajamingumas siekė 4,24. Lyginant visą analizuojamą laikotarpį dividendų pajamingumas išaugo net 80,4 proc.

Dividendų pajamingumo duomenys šalies aspektu rodo, kad 2020 m. ypač augo būtent iš Lietuvos įmonių gaunama dividendų grąža. Susidūrus su pandemija dividendus mokančių Lietuvos įmonių dividendų pajamingumas lyginant su 2019 m. išaugo beveik tris kartus. Be to, 2020 m. Lietuvos įmonių dividendų pajamingumas beveik trigubai lenkė listinguojamų Estijos ir Latvijos įmonių vidutinius dividendų grąžos rodiklius (14 pav.).



14 pav. Dividendų pajamingumo vidurkiai Estijoje, Lietuvoje ir Latvijoje
Šaltinis: NASDAQ finansinės informacijos duomenys.

Galima pastebėti, kad 2016-2020 m. laikotarpiu dividendų pajamingumo vidurkiai šalies aspektu buvo itin dinamiški. 2016-2018 m. didžiausiu dividendų pajamingumu pasižymėjo Latvijos įmonės, vėliau šis rodiklis ženkliai krito. 2020 m. dividendų forma gaunama grąža iš Latvijos įmonių vėl ženkliai išaugo (metinis pokytis – 70,3 proc.). Estijos įmonių dividendų pajamingumas analizuojamu laikotarpiu kito mažiausiai. Be to, skirtingai nei listinguojamų Latvijos ir Lietuvos įmonių atveju vidutinis Estijos įmonių dividendų pajamingumas 2020 m. mažėjo (metinis pokytis – 36,7 proc.). Taigi galima teigti, kad nėra bendros dividendų pajamingumo tendencijos, kuri būtų būdinga visoms Baltijos šalims.

Apibendrinant listinguojamų Baltijos šalių įmonių dividendų politikos analizę galima teigti, kad išryškėjo kelios tendencijos. Pirmiausiai pažymėtina, kad Baltijos listinguojamų įmonių sąrašuose nebuvo identifikuota nei vienos įmonės, kuri taikytų fiksuotų dividendų politiką, ir tik 14,5 proc. (10 iš 69 įmonių) stebinių pasižymėjo pastovia dividendų politika, t. y. dividendus mokėjo

kasmet. 30,4 proc. (21 iš 69) įmonių 2016-2020 m. apskritai nemokėjo dividendų. Nustatyta, kad dividendus mokančių įmonių labiausiai sumažėjo būtent 2020 m., tik nedidelė dalis listinguojamų įmonių susidūrus su pandemijos neapibrėžtumu pradėjo mokėti arba padidino išmokamų dividendų lygį. Iš viso dividendai 2020 m. augo 9 įmonėse, iš jų 4 įmonėse išmokamų dividendų augimas buvo ženklus. Atlikus analizę galima teigti, kad įmonės vykdo skirtingą dividendų politiką. Taip pat pastebėtina, kad nors dividendus mokančių įmonių skaičius mažėjo, tačiau tarp dividendus mokančių įmonių dividendų išmokėjimas augo, kartu augo ir dividendų pajamingumas. Ypač ženklus dividendų pajamingumo augimas fiksuojamas tarp Lietuvos įmonių.

3.2. Dividendus mokėjusių ir nemokėjusių listinguojamų Baltijos šalių įmonių pelningumo rezultatų analizė

Įvertinus dividendų 2020 m. nemokėjusių Estijos įmonių pelningumo rodiklius, buvo nustatyta, kad teigiamą grynojo pelningumo rodiklį tarp 18 įmonių pavyko pasiekti tik 8 įmonėms. Tai reiškia, kad likusios 10 įmonių 2020 m. neuždirbo grynojo pelno arba veikė nuostolingai. Taip pat šioje grupėje buvo nustatytos tik 3 Estijos įmonės, kurių grynojo pelningumo rodiklis viršijo 10 proc. *Coop Pank*, *Enefit Green*, *Fibreboard* pavyzdžiai rodo, kad esama Estijos įmonių, kurios dirbo itin pelningai, tačiau nusprendė neskirti savo pelno dividendų išmokėjimui (6 lent.).

6 lentelė. Dividendų nemokėjusių Estijos įmonių pelningumo rodikliai 2020 m.

Įmonė	Grynasis pelningumas	EBIT pelningumas	ROA	ROE	ROIC
Baltika	0	36,8	-1,7	-12,7	1,4
Coop Pank	22,6	-	0,8	7,8	0
Ekspress Grupp	4,8	6,3	3,2	4,7	4,3
Enefit Green	46,3	49,0	9,2	14	10,1
Hepsor	7,7	10,3	9,9	31,7	9,3
Merko Ehitus	7,3	7,9	9	16,2	11,8
Nordecon	0,7	2,0	1,5	7,7	5,5
Pro Kapital Grupp	-294,7	-226,3	-31,3	-132,2	-25,1
PRFoods	-8,5	-6,8	-8,8	-29,3	-9,8
Silvano Fashion Group	2,6	13,2	2,4	5,3	5,2
Tallink Grupp	-24,4	-21,0	-7,1	-14,1	-6,5
Nordic Fibreboard	10	10	13,1	51,3	4
Trigon Property Development	0	0	14	1	15
Bercman Technologies	-33,3	0	-30,4	-	-
ELMO Rent	0	0	0	6,4	7,2
Hagen Bikes Holding	0	0	0	59	2,2
Modera	-0,8	0	-0,3	3,7	5,5
Saunum group	-1100,0	0	-25,3	-112,1	-48,4

Šaltinis: sudaryta autorės atlikus skaičiavimus pagal NASDAQ pateikiamus finansinius listinguojamų įmonių duomenis.

Dividendų nemokėjusių 2020 m. Estijos įmonių EBIT pelningumo suvestinė rodo, kad EBIT pelną pavyko pasiekti taip pat tik 8 įmonėms. Tik 3 įmonėse EBIT pelningumo rodiklis viršijo 15 proc. Turto grąžos rodiklių analizė rodo, kad iš viso teigiamu rodikliu pasižymėjo 9 dividendų nemokėjusios listinguojamos Estijos įmonės. Šiame kontekste išsiskiria *Trigon Property development,* kurio grynojo ir EBIT pelningumo rodikliai nors ir neigiami, tačiau turto grąža teigiama, kadangi įmonė negavo veiklos pajamų. Įmonės pelną sąlygojo kitos pajamos. Iš viso tik 5 šios stebinių grupės įmonės pasižymėjo didesniu nei 5 proc. turto grąžos rodikliu. Nei vienoje iš įmonėje turto grąža neviršijo 20 proc.

Pažymėtina, kad 15-20 proc. siekianti ROE vertinamas kaip geras, tačiau tokį rodiklį pavyko pasiekti tik 4 įmonėms. Be to, iš šio sąrašo galima išbraukti įmonę *Hagen Bikes Holden,* kadangi šios įmonės ROE rodiklis yra itin aukštas tik dėl to, kad ji beveik neturi nuosavo kapitalo. 2020 m. ši įmonė dar neuždirbo nei pajamų, nei pelno. 2 proc. viršijantis ROIC rodiklis rodo, kad įmonė sugebėjo sukurti vertę – šį rodiklį iš viso viršijo 12 sąrašo įmonių.

Tarp listinguojamų Lietuvos dividendų nemokėjusių grupių grynąjį pelną 2020 m. pavyko pasiekti 12 įmonių (iš viso stebinių sąraše 19 įmonių) (7 lent.).

7 lentelė. Dividendų nemokėjusių Lietuvos įmonių pelningumo rodikliai 2020 m.

Įmonė	Grynasis pelningumas	EBIT pelningumas	Turto graža	ROE	ROIC
AUGA group	2,4	7,2	0,9	1,9	3,2
Grigeo	10,0	11,5	10,6	16,1	13,9
Ignitis grupė	14,0	17,7	4,3	10,8	6,7
Linas Agro Group	1,5	2,1	3,3	7,6	5,1
Novaturas	-18,2	-18,2	-13,2	-33,9	-18
Panevėžio statybos trestas	-13,3	-10,7	-13,8	-31,3	-18,2
Šiaulių bankas	38,1	-	1,4	12,9	0
Vilkyškių pieninė	3,3	3,3	5,2	11,7	7,9
Amber Grid	36,0	30,0	5,7	12,4	7,5
INVL Technology	3333,3	3333,3	14,1	15,2	15,2
Kauno energija	2,4	2,4	0,6	0,7	0,7
Linas	7,1	7,1	8,6	6	5,5
Snaigė	0,0	3,4	0,0	2,9	3,8
Utenos trikotažas	0,0	0,0	0,0	-4,3	-2,6
Vilniaus baldai	0,0	2,0	0,0	0,7	2,1
Žemaitijos pienas	5,5	6,6	7,7	10,9	9,8
East West Agro	3,4	6,9	4,9	21,8	16,5
K2 LT	47,5	50,0	19,6	31,9	24,7
NEO Finance	-2,0	0,0	-0,5	-9,5	-3,7

Šaltinis: sudaryta autorės atlikus skaičiavimus pagal NASDAQ pateikiamus finansinius listinguojamų įmonių duomenis.

Vertinant pelningumo rodiklius išsiskiria *INVL Technology*, kurios pajamos 2020 m. siekė tik 0,15 mln. EUR, tačiau dėl neigiamų veiklos sąnaudų reikšmių pelno (nuostolio) ataskaitoje fiksuojamas 4,77 mln. EUR grynasis pelnas. Atmetus šią anomaliją aukštesniu nei 5 proc. grynuoju

pelningumu pasižymėjo tik 5 įmonės. Taigi galima teigti, kad ne visos pelningai dirbusios Lietuvos įmonės nusprendė mokėti dividendus, tačiau pelningai dirbusių ir dividendų nemokėjusių įmonių dalis buvo nedidelė. EBIT pelną pasiekė 14 dividendų nemokėjusių Lietuvos įmonių, iš jų 4 pasiekė ir viršijo teigiamai vertinamą 10 proc. EBIT pelningumo rodiklį (neskaitant *INVL Technology*). Aukštesniu nei 5 proc. turto grąžos rodikliu pasižymėjo tik 7 šios stebinių grupės įmonės, iš jų nei viena neviršijo 20 proc. turto grąžos rodiklio. Atsižvelgiant į tai, kad 15-20 proc. ROE rodiklis vertinamas kaip palankus pažymėtina, kad 15 proc. ribą pavyko viršyti tik 5 įmonėms. Bent 2 proc. ROIC rodiklį viršijo 13 sąrašo įmonių – tai reiškia, kad tokia dalis sąrašo įmonių gebėjo investicijomis generuoti bent minimalią vertę. Iš viso 10 įmonių ROIC rodiklis 2020 m. viršijo 5 proc., 4 iš jų sugebėjo viršyti 10 proc. ROIC rodiklį.

Tarp dividendų nemokėjusių listinguojamų Latvijos įmonių grynąjį pelningumą 2020 m. pavyko pasiekti 6 įmonėms, tik 2 sąrašo įmonės dirbo nuostolingai arba nepasiekė pelno (viso grupėje – 8 stebiniai). 4 sąrašo įmonės sugebėjo viršyti 5 proc. grynąjį pelningumą, tačiau pasirinko dividendų nemokėjimo politiką. Dauguma pelningai dirbusių ir dividendų nemokėjusių listinguojamų Latvijos įmonių yra smulkios arba vidutinės įmonės, kurių metinės pajamos neviršija 40 mln. EUR. Sąraše identifikuojama tik 1 įmonė, kuri 2020 m. dirbo pelningai (grynasis pelningumas viršijo 5 proc.) ir yra priskiriama stambiam verslui, t. y. „Latvijas balzams“. Šios įmonės metinės pajamos 2020 m. siekė 69 mln. EUR (8 lent.).

8 lentelė. Dividendų nemokėjusių Lietuvos įmonių pelningumo rodikliai 2020 m.

Įmonė	Grynasis pelningumas	EBIT pelningumas	Turto graža	ROE	ROIC
DelfinGroup	20,0	-	8,7	44,2	0
HansaMatrix	-4,3	2,6	-3,5	-6,3	0
Latvijas balzams	13,0	13,0	5,3	7,2	5,6
Ditton pievadķēžu rūpnīca	0,0	2,2	-0,4	-2,2	2,9
Siguldas ciltslietu un mākslīgās apsēklošanas stacija	8,7	15,7	5,8	6,7	6,7
VEF	0,9	13,6	0,2	0,4	2,1
Frigate	10,8	10,8	2,6	3,5	4
VIRŠI-A	2,3	2,9	5,5	12,1	8,5

Šaltinis: sudaryta autorės atlikus skaičiavimus pagal NASDAQ pateikiamus finansinius listinguojamų įmonių duomenis.

Duomenys rodo, kad 10 proc. EBIT pelningumą pavyko viršyti 4 dividendų nemokėjusioms listinguojamoms Latvijos įmonėms. Aukštesniu nei 5 proc. ROA rodikliu pasižymėjo 4 šios grupės įmonės, tačiau nei viena neperkopė 10 proc. turto grąžos rodiklio. Palankiai vertinamą 15 proc. ROE rodiklį pavyko pasiekti ir viršyti tik vienai sąrašo įmonei, t. y. *DelfinGroup*, tačiau tai lėmė nežymi nuosavo kapitalo įmonėje dalis. ROIC duomenys rodo, kad 5 sąrašo įmonėms 2020 m. pavyko kurti vertę – šios įmonės viršijo 2 proc. ROIC rodiklį.

Dividendus 2020 m. mokėjusios įmonės buvo surūšiuotos pagal tais metais išmokėtų dividendų dydį. Duomenys rodo, kad visos dividendus mokėjusios įmonės, išskyrus *Latvijas Jūras medicīnas centrs*, 2020 m. dirbo pelningai (stebinių skaičius – 20). Tik 6 iš šioje stebinių grupėje esančių įmonių grynasis pelningumas nesiekė 5 proc. Iš viso net 12 iš 20 sąraše esančių įmonių viršijo 10 proc. grynojo pelningumo rodiklį, kuris vertintinas kaip labai geras. Tai rodo, kad 2020 m. absoliuti dauguma dividendus mokėjusių įmonių veikė pelningai, o aukštas pelningumas sudarė galimybes išmokėti dividendus. Taip pat absoliuti dauguma dividendus mokėjusių įmonių pasižymėjo ir aukštais EBIT pelningumo rodikliais – iš viso 12 stebinių grupės įmonių sugebėjo viršyti 10 proc. EBIT pelningumo rodiklį (9 lent.).

9 lentelė. Dividendus mokėjusių Baltijos šalių įmonių pelningumo rodikliai 2020 m.

Įmonė	Šalis	Dividendai	Grynasis pelningumas	EBIT pelningumas	Turto graža	ROE	ROIC
INVL Baltic Real Estate	LT	1,55	125,0	150,0	11,9	14,9	10,5
Tallinna Vesi	EE	1	32,7	42,3	6,6	14,7	8,4
Invalda INVL	LT	0,8	26,3	26,3	5,5	6,3	6,3
Tallinna Kaubamaja Grupp	EE	0,73	2,6	3,8	3,2	8,7	5
EfTEN Real Estate Fund III	EE	0,65	27,3	45,5	2,0	4,7	3,3
Latvijas Jūras medicīnas centrs	LV	0,55	0,0	0,0	0,0	5	5
Latvijas Gāze	LV	0,44	5,8	6,8	2,4	2,9	2,8
SAF Tehnika	LV	0,21	16,0	16,0	25,7	33,6	30,3
LHV Group	EE	0,19	36,5	-	0,8	17,3	-
MADARA Cosmetics	LV	0,15	18,8	25,0	21,1	31,4	30,4
Harju Elekter	EE	0,14	4,1	4,8	5,2	7,9	6,5
Tallinna Sadam	EE	0,12	27,1	32,7	4,6	7,6	5,1
Rokiškio sūris	LT	0,1	1,9	1,9	2,0	2,9	2,5
INVL Baltic Farmland	LT	0,1	138,5	153,8	5,7	6,5	6,5
Telia Lietuva	LT	0,09	14,1	16,8	9,2	16,9	11,1
Linda Nektar	EE	0,08	2,8	0,0	1,8	1,8	1,8
Pieno žvaigždės	LT	0,07	4,7	5,3	11,0	24,7	15,5
Arco Vara	EE	0,04	7,1	14,3	3,5	7,4	6,2
Klaipėdos nafta	LT	0,02	42,5	57,5	5,2	16,7	5,7
LITGRID	LT	0,01	13,1	15,5	6,5	12,8	9,1

Šaltinis: sudaryta autorės atlikus skaičiavimus pagal NASDAQ pateikiamus finansinius listinguojamų įmonių duomenis.

11 stebinių grupės įmonių sugebėjo viršyti 5 proc. turto grąžos rodiklį, dar 4 įmonėse šis rodiklis viršijo 10 proc. ribą. Palankiai vertinamą 15 proc. ROE ribą viršijo 6 stebinių grupės įmonės. Dauguma dividendus mokėjusių įmonių pasižymi dideliu nuosavu kapitalu, tai lėmė, kad nėra daug įmonių, kurioms 2020 m. būtų būdingas itin aukštas ROE rodiklis. Pastebėtina, kad visos šio sąrašo įmonės 2020 m. sugebėjo generuoti pridėtinę vertę (ROIC rodiklis viršijo 2 proc.). Kai

kurios sąrašo įmonės pasižymėjo ypač ženkliu ROIC rodikliu, kuris viršijo net 30 proc. t. y. *SAF Tehnika* ir *MADARA cosmetics*.

Dividendus mokėjusių ir nemokėjusių įmonių pelningumo rodikliai lyginami atliekant Chi kvadrato (X^2) testą. Atliekant testą iš stebinių buvo pašalintos įmonės, kurios 2020 m. negeneravo jokių veiklos pajamų, todėl neuždirbo ir pelno. Taip pat buvo nuspręsta pašalinti *INVL Technology*, kadangi aukštus šios įmonės pelningumo rodiklius lėmė ne didelės veiklos pajamos, o minusinės veiklos sąnaudos. Atlikus grynojo pelningumo testą tarp dividendus mokėjusių ir nemokėjusių listinguojamų Baltijos šalių įmonių grynojo pelningumo buvo nustatytas statistiškai reikšmingas skirtumas ($p<0,05$). Tai reiškia, kad dividendus mokėjusios įmonės statistiškai reikšmingai rečiau pasiekė blogus grynojo pelningumo rodiklis (< 5 proc.) ir dažniau pasiekė geriausiai vertinamus grynojo pelningumo rodiklius, t. y. viršijo 10 proc. grynąjį pelningumą ((10 lent.).

10 lentelė. Grynasis pelningumas tarp dividendus mokėjusių ir nemokėjusių listinguojamų Baltijos šalių įmonių

	Mokėjusios dividendus (n=20)	**Nemokėjusios dividendų (n=41)**	X^2	**df**	**P**
<5 proc.	6 (30 proc.)	25 (60,9 proc.)	8,64	2	**0,013***
5-10 proc.	2 (10 proc.)	7 (17,1 proc.)			
>10 proc.	12 (60 proc.)	9 (22 proc.)			

Šaltinis: sudaryta autorės atlikus skaičiavimus pagal NASDAQ pateikiamus finansinius listinguojamų įmonių duomenis.
* Skirtumas vertinamas kaip statistiškai reikšmingas.

Lyginant grynojo pelningumo rodiklius pagal procentinę dalį matyti, kad nepatenkinamais grynojo pelningumo rodikliais pasižymėjo net 60,9 proc. dividendų nemokėjusių įmonių. Dividendų mokėjusių įmonių grupėje iš viso net 60 proc. įmonių pavyko viršyti 10 proc. grynojo pelningumo rodiklį.

Statistiškai reikšmingas skirtumas buvo užfiksuotas ir vertinant EBIT pelningumo rodiklius ($p<0,05$) (11 lent.).

11 lentelė. EBIT pelningumas tarp dividendus mokėjusių ir nemokėjusių listinguojamų Baltijos šalių įmonių

	Mokėjusios dividendus (n=19)	**Nemokėjusios dividendų (n=38)**	X^2	**df**	**p**
<10 proc.	7 (36,8 proc.)	25 (65,8 proc.)	7,93	2	**0,019***
10-20 proc.	4 (21,1 proc.)	9 (23,7 proc.)			
>20 proc.	8 (42,1 proc.)	4 (10,5 proc.)			

Šaltinis: sudaryta autorės atlikus skaičiavimus pagal NASDAQ pateikiamus finansinius listinguojamų įmonių duomenis.
* Skirtumas vertinamas kaip statistiškai reikšmingas.

Dividendus mokėjusios įmonės ženkliai dažniau viršijo 20 proc. EBIT pelningumo rodiklį. Dividendų nemokėjusių įmonių grupėje ženkliai didesnė dalis įmonių nepasiekė 10 proc. EBIT pelningumo ribos. Abiejose grupėse panaši dalis įmonių pasiekė vidutiniškai vertinamą EBIT rodiklį, kuris siekia nuo 10 iki 20 proc.

Turto grąžos (ROA) rodikliai rodo, kad dividendų nemokėjusios įmonės dažniau pasižymėjo žemą turto valdymo efektyvumą atspindinčiu rodikliu (ROA < 5 proc.). Didesnė dalis dividendus mokėjusių įmonių pasižymėjo 20 proc. viršijančiu turto grąžos rodikliu. Vis dėlto skirtumas šio rodiklio atžvilgiu nebuvo įvertintas, kaip statistiškai reikšmingas (p>0,05). Todėl negalima teigti, kad dividendų mokėjimas galėjo daryti reikšmingą poveikį įmonių turto valdymo efektyvumui (12 lent.).

12 lentelė. ROA tarp dividendus mokėjusių ir nemokėjusių listinguojamų Baltijos šalių įmonių

	Mokėjusios dividendus (n=20)	**Nemokėjusios dividendų (n=41)**	X^2	**df**	**p**
<5 proc.	9 (45 proc.)	27 (65,9 proc.)	3,18	2	0,204
5-20 proc.	7 (35 proc.)	11 (26,8 proc.)			
>20 proc.	4 (20 proc.)	3 (7,3 proc.)			

Šaltinis: sudaryta autorės atlikus skaičiavimus pagal NASDAQ pateikiamus finansinius listinguojamų įmonių duomenis.

Panašias tendencijas atskleidžia ir kitas pelningumo rodiklis – nuosavo kapitalo grąža (ROE). Procentinis pasiskirstymas rodo, kad dividendus mokėjusioms įmonėms dažniau pavyko pasiekti palankiai vertinamą ROE rodiklį (ROE >20 proc.). Kartu galima pastebėti, kad didesnė dalis dividendų nemokėjusių įmonių pasižymėjo itin žemais ROE rodikliais (ROE <5 proc.). Tačiau atlikus Chi kvadrato testą skirtumas nebuvo įvertintas kaip statistiškai reikšmingas (p>0,05). Taigi įvertinus rezultatus negalima tvirtai teigti, kad dividendus mokančioms įmonėms pavyko sėkmingiau valdyti nuosavą kapitalą (13 lent.).

13 lentelė. ROE tarp dividendus mokėjusių ir nemokėjusių listinguojamų Baltijos šalių įmonių

	Mokėjusios dividendus (n=20)	**Nemokėjusios dividendų (n=40)**	X^2	**df**	**p**
<5 proc.	4 (20 proc.)	18 (45 proc.)	2,894	2	0,235
5-20 proc.	10 (50 proc.)	15 (37,5 proc.)			
>20 proc.	6 (30 proc.)	7 (17,5 proc.)			

Šaltinis: sudaryta autorės atlikus skaičiavimus pagal NASDAQ pateikiamus finansinius listinguojamų įmonių duomenis.

Investicijų grąžos (ROIC) rodiklių palyginimas rodo, kad dividendus mokėjusių įmonių grupėje dažniau pasiekiama palankių rezultatų. Lyginant su dividendų nemokėjusių įmonių grupe dvigubai didesnė dividendus mokėjusių įmonių dalis viršijo 20 proc. ROIC rodiklį (14 lent.).

14 lentelė. ROIC tarp dividendus mokėjusių ir nemokėjusių listinguojamų Baltijos šalių įmonių

	Mokėjusios dividendus (n=20)	**Nemokėjusios dividendų (n=40)**	X^2	**df**	**p**
<5 proc.	5 (25 proc.)	21 (52,5 proc.)	4,32	2	0,114
5-20 proc.	10 (50 proc.)	14 (35 proc.)			
>20 proc.	5 (25 proc.)	5 (12,5 proc.)			

Šaltinis: sudaryta autorės atlikus skaičiavimus pagal NASDAQ pateikiamus finansinius listinguojamų įmonių duomenis.

Taip pat dvigubai didesnė dalis dividendų nemokėjusių 2020 m. nepasiekė 5 proc. ROIC rodiklio. Tačiau lyginant ROIC rodiklius tarp abiejų grupių skirtumas nebuvo įvertintas kaip statistiškai reikšmingas (p>0,05). Todėl negalima tvirtinti, kad dividendus mokėjusioms įmonėms pavyko generuoti didesnę investicinę gražą.

Atsižvelgiant į tai, kad dividendų mokėjimas glaudžiai susijęs su einamųjų metų pelnu, nuspręsta atskirai įvertinti įmonių, kurios 2020 m. veikė pelningai (grynasis pelningumas viršijo 5 proc.) pelningumo rodiklius. Iš stebinių pašalintos visos dividendų nemokėjusios įmonės, kurios 2020 m. veikė nepelningai (15 lent.).

15 lentelė. Pelningai 2020 m. dirbusių įmonių pelningumo rodiklių palyginimas pagal dividendų politiką

		Grynasis pelningumas	**EBIT pelningumas**	**Turto graža**	**ROE**	**ROIC**
Dividendų nemokėjusios įmonės	Vid.	19,0	18,4	7,6	17,7	7,5
	SD	14,16	14,48	4,53	13,83	5,98
Dividendus mokėjusios įmonės	Vid.	35,6	43,0	7,5	13,0	9,8
	SD	39,39	46,91	6,88	9,17	8,78

Šaltinis: sudaryta autorės atlikus skaičiavimus pagal NASDAQ pateikiamus finansinius listinguojamų įmonių duomenis.

Lyginamoji analizė atskleidžia, kad dividendus mokėjusios įmonės pasižymi ženkliai aukštesniu vidutiniu grynuoju ir EBIT pelningumu. Kitų pelningumo rodiklių skirtumai nėra tokie ženklūs, netgi priešingai – pelningai dirbusios, tačiau dividendų nemokėjusios įmonės pasižymėjo nežymiai geresniu ROA rodikliu (7,6 proc. prieš 7,5 proc.) ir ženkliai geresniu ROE (17,7 proc. ir 13,0 proc.). Vis dėlto pastarąją tendenciją galima sieti su tuo, kad dividendų dažniau nemoka brandos nepasiekusios įmonės, kurios neturi daug nuosavo kapitalo. Pagal ROIC rodiklius šiek tiek geriau 2020 m. pasirodė dividendus mokėjusios įmonės (9,8 proc. prieš 7,5 proc.). Standartinio nuokrypio reikšmės rodo, kad abiejose grupėse įmonių pelningumo rodikliai pasižymi didele reikšmių aplink vidurkį sklaida.

Apibendrinant galima teigti, kad visų į tyrimą įtrauktų veiklos rodiklių atžvilgiu dividendus 2020 m. mokėjusių įmonių grupė pagal procentinį pasiskirstymą pasirodė geriau, tačiau atlikus Chi kvadrato testą statistiškai reikšmingas skirtumas buvo nustatytas tik dviejų rodiklių atžvilgiu – grynojo pelningumo ir EBIT pelningumo. Pažymėtina, kad visi šiame poskyryje vertinti rodikliai yra susiję su įmonių gebėjimu uždirbti pelną. Dividendų nemokėjo nei viena nepelninga į tyrimą įtraukta įmonė, tačiau 26 dividendų (t.y. 63,4 proc.) nemokėjusios įmonės pasiekė bent minimalų grynąjį pelną, iš jų 22 proc. pavyko pasiekti didesnį nei 10 proc. grynąjį pelningumą. Todėl negalima teigti, kad dividendų politikos pasirinkimas buvo griežtai apribotas įmonių pelno rodiklių, nors tendencija išlieka pakankamai aiški – dividendus mokėjusioms įmonės dažniau pasiekė palankiai vertinamų pelningumo rezultatų. Turto ir nuosavo kapitalo valdymo rodiklių atžvilgiu skirtumai nebuvo tokie ženklūs, kadangi dividendus linkusios mokėti brandžios įmonės, kurios turi daugiau turto ir nuosavo kapitalo, tad joms sudėtingiau pasiekti aukštus ROA ir ROE rodiklius.

3.3. Dividendus mokėjusių ir nemokėjusių listinguojamų Baltijos šalių įmonių augimo ir akcijų pelningumo analizė

Teorinėje dalyje išryškėjo, kad vienas dažniausių dividendų politiką lemiančių veiksnių – įmonės stadija. Augančios įmonės yra linkusios investuoti į veiklos plėtrą, todėl renkasi nemokėti dividendų. 2020 m. listinguojamų įmonių finansinių duomenų analizė atskleidė, kad didelė dalis įmonių susidūrė su pajamų susitraukimu. Buvo apskaičiuota, kad tarp dividendų nemokėjusių Estijos įmonių net 10 iš 18 įmonių susidūrė su pajamų mažėjimu. 5 įmonėse pajamų mažėjimas buvo itin ženklus – viršijo 30 proc. (*Baltika*, *PRFoods*, *Silvano Fashion Group*, *Hagen Bikes Holding*). Nors vidutinis šios stebinių grupės įmonių pajamų mažėjimas siekė tik 0,6 proc. Ženklų pajamų augimą 2020 m. patyrė *Hepsor*, *Bercman Technologies*, *Coop Pank*, *Elmo Rent*, *Nordecon*. Galima pastebėti, kad pandemija neturėjo neigiamo poveikio elektronikos prekių, ekologiškų transporto priemonių gamintojams bei bankams. Taip pat 10 sąrašo įmonių fiksuojamas ir turto mažėjimas, tačiau dėl ženklaus kai kurių įmonių turto augimo (*Saunum group* ir *ELMO rent*) bendras įmonių turto augimas siekia 29,5 proc. Atskirai įvertintas vidutinis įmonių rodiklių augimas ir kritimas. Duomenys atskleidė, kad pajamų augimas šioje grupėje vidutiniškai siekė net 35,1 proc., o augimas 50,5 proc. Turto augimo kritimas siekė 14 proc., o augimas – net 95,9 proc. (didžiausią įtaką augimo šuoliui turėjo jau minėtas *Saunum group* ir *ELMO Rent*). Duomenys rodo, kad 2020 m. augo 10 įmonių akcijos pelningumas. Bendras šio sąrašo įmonių akcijų pelningumas siekė 0,08. Vidutinis pelningumo augimas siekė -0,29, vidutinis kritimas – 0,26 (16 lent.).

16 lentelė. Dividendų nemokėjusių Estijos įmonių augimo ir akcijų pelningumo rodikliai 2020 m.

Įmonė	Pajamų augimas	Turto augimas	Akcijos pelningumas
Baltika	-52,5	-39,7	-0,01
Coop Pank	29,2	42,3	0,08
Ekspress Grupp	-6,0	-1,3	0,08
Enefit Green	-2,0	1,3	0,3
Hepsor	95,0	-17,7	0,67
Merko Ehitus	-3,4	-8,8	1,3
Nordecon	26,5	14,8	0,08
Pro Kapital Grupp	-65,5	-15,1	-0,98
PRFoods	-24,4	-8,7	-0,13
Silvano Fashion Group	-33,3	-8,7	0,04
Tallink Grupp	-53,3	-1,1	-0,16
Nordic Fibreboard	-23,1	-15,5	0,24
Trigon Property Development	0,0	14,2	0,08
Bercman Technologies	90,9	-23,3	-0,06
ELMO Rent	60,7	244,2	0,01
Hagen Bikes Holding	-50,0	0,0	0
Modera	0,8	19,8	-
Saunum Group	0,0	335,0	-0,22
VIDURKIS:	**-0,6**	**29,5**	**0,08**
Vidutinis augimas:	**50,5**	**95,9**	**-0,29**
Vidutinis kritimas:	**-31,5**	**-14**	**-0,26**

Šaltinis: sudaryta autorės atlikus skaičiavimus pagal NASDAQ pateikiamus finansinius listinguojamų įmonių duomenis.

Apibendrinant galima teigti, dividendų nemokėjusios Estijos įmonės išgyveno skirtingus veiklos plėtros periodus – nustatyta tiek ženkliai augusių ir akcijos pelningumą didinusių įmonių, tiek ženkliai kritusių.

Analogiška Lietuvos įmonių pajamų pokyčio analizė atskleidė, kad tarp dividendų nemokėjusių įmonių iš viso 10 įmonių susidūrė su pajamų sumažėjimu, tačiau pajamų pokyčio vidurkis taip pat yra teigiamas (3,8 proc.). Pajamų dinamika tarp įmonių buvo įvairi. Vidutiniškas pajamų augimas siekė 29,7 proc., pajamų kritimas – 19,6 proc. Ženkliai žemės ūkio pramonės įmonių pajamos (*AUGA group*, *Linas Agro group*, *East West agro*), taip pat finansines paslaugas teikiančios *NEO Finance* ir *K2 LT* pajamos. Didžiausią pajamų susitraukimą patyrė *Novaturas*. Turtas mažėjo tik grupės 4 įmonėse. Turto augimo pokyčio vidurkis siekė 12,8 proc. Vidutinis pajamų augimas šioje stebinių grupėje siekė 17,6 proc., kritimas – 4,6 proc. Taigi galima teigti, kad dividendų nemokėjusios įmonės buvo linkusios didinti savo turtą. Galima kelti prielaidą, kad dividendų neišmokėjimas sietinas būtent su investicijomis didinant įmonės turtą (17 lent.).

17 lentelė. Dividendų nemokėjusių Lietuvos įmonių augimo ir akcijų pelningumo rodikliai 2020 m.

Įmonė	Pajamų augimas	Turto augimas	Akcijos pelningumas
AUGA group	16,9	3,4	-0,22
Grigeo	-7,1	5,7	0,01
Ignitis grupė	13,2	24,1	0,1
Linas Agro Group	43,2	3,9	2,88
Novaturas	-81,7	-8,2	0,09
Panevėžio statybos trestas	-31,8	-5,6	-0,74
Šiaulių bankas	-1,7	20,8	-0,58
Vilkyškių pieninė	5,2	-1,5	0,07
Amber Grid	-7,4	23,5	0,32
INVL Technology	-21,1	21,7	0,1
Kauno energija	-23,6	5,7	0,39
Linas	7,7	7,3	0,01
Snaigė	-9,4	-2,9	0,02
Utenos trikotažas	-9,7	1,3	0
Vilniaus baldai	35,6	43,5	-0,05
Žemaitijos pienas	-2,2	3,4	0,04
East West Agro	61,1	7,2	0,22
K2 LT	39,9	37,0	1,21
NEO Finance	44,2	52,0	3,05
VIDURKIS:	**3,8**	**12,8**	**0,36**
Augimo vidurkis:	**29,7**	**17,4**	**0,61**
Kritimo vidurkis:	**-19,6**	**-4,6**	**-0,39**

Šaltinis: sudaryta autorės atlikus skaičiavimus pagal NASDAQ pateikiamus finansinius listinguojamų įmonių duomenis.

Tarp dividendų nemokėjusių Lietuvos įmonių teigiamą akcijų pelningumo rodiklį pavyko pasiekti net 15 įmonių. Akcijų pelningumo vidurkis siekė 0,36. Augimo vidurkis – 0,61, kritimo vidurkis – 0,39. Galima pastebėti, kad kai kurių įmonių akcijų pelningumas ypač išsiskyrė – tai *Linas Agro group* (2,88), *NEO finance* (3,05). Šių įmonių rodikliai lėmė aukštą akcijų pelningumo stebinių grupėje vidurkį. Tačiau ir atmetus šių dviejų įmonių įtaką stebinių grupės vidurkiui galima teigti, kad tarp dividendų nemokėjusių Lietuvos įmonių 2020 m. absoliučiai daugumai pavyko didinti akcijų grąžą.

Tarp Latvijos dividendų nemokėjusių įmonių 5 susidūrė su pajamų susitraukimu. Vidutinis pajamų susitraukimas šioje įmonių grupėje siekė 7,4 proc. Pagal turto pokytį 6 įmonės augo, o bendras turto augimas siekė 6,9 proc. Galima pastebėti, kad Latvijos įmonių turtas augo ženkliau nei pajamos. Turto augimas taip pat suponuoja, kad dividendų nemokėjusios įmonės buvo linkusios pelną investuoti ir tuo didino savo turtą. Taip pat augo ir daugumos šio stebinių grupės įmonių akcijų grąža – teigiamą rodiklį pavyko pasiekti 5 įmonėms. Akcijų pelningumo vidurkis tarp dividendų nemokėjusių Latvijos įmonių siekė 0,23. Augimo vidurkis – 0,38, kritimo vidurkis – 0,30 (18 lent.).

18 lentelė. Dividendų nemokėjusių Latvijos įmonių augimo ir akcijų pelningumo rodikliai 2020 m.

Įmonė	Pajamų augimas	Turto augimas	Akcijos pelningumas
DelfinGroup	5,3	20,1	0,1
HansaMatrix	-8,0	-3,3	-0,3
Latvijas balzams	-12,7	8,9	1,24
Ditton pievadķēžu rūpnīca	0,0	-6,3	0
Siguldas ciltslietu un mākslīgās apsēklošanas stacija	3,6	8,8	0,25
VEF	-7,6	-1,8	0,01
Frigate	-31,5	27,9	-
VIRŠI-A	-8,6	1,2	0,31
VIDURKIS:	-7,4	6,9	0,23
Augimo vidurkis:	**4,5**	**13,4**	**0,38**
Kritimo vidurkis:	**-13,7**	**-3,8**	**0,30**

Šaltinis: sudaryta autorės atlikus skaičiavimus pagal NASDAQ pateikiamus finansinius listinguojamų įmonių duomenis.

Atlikus duomenų analizę paaiškėjo, kad pajamos augo ir daugelyje dividendus mokėjusių Baltijos šalių įmonių. Iš viso pajamų augimas 2020 m. buvo fiksuojamas tarp 11 šios stebinių grupės įmonių (19 lent.).

19 lentelė. Dividendus mokėjusių Baltijos šalių įmonių augimo ir akcijų pelningumo rodikliai

Įmonė	Šalis	Dividendai	Pajamų augimas	Turto augimas	Akcijos pelningumas
INVL Baltic Real Estate	LT	1,55	-33,3	-44,4	0,41
Tallinna Vesi	EE	1	-17,5	-2,7	0,84
Invalda INVL	LT	0,8	-5,0	-3,3	0,46
Tallinna Kaubamaja Grupp	EE	0,73	3,5	14,4	0
EfTEN Real Estate Fund III	EE	0,65	10,0	14,2	0,79
Latvijas Jūras medicīnas centrs	LV	0,55	0,0	3,7	0,34
Latvijas Gāze	LV	0,44	-39,5	-1,9	0,28
SAF Tehnika	LV	0,21	47,1	17,6	1,31
LHV Group	EE	0,19	40,5	64,0	1,31
MADARA Cosmetics	LV	0,15	33,3	28,6	0,91
Harju Elekter	EE	0,14	2,8	7,0	0,31
Tallinna Sadam	EE	0,12	-18,3	0,4	0,11
Rokiškio sūris	LT	0,1	1,4	16,6	0,12
INVL Baltic Farmland	LT	0,1	0,0	4,8	0,28
Telia Lietuva	LT	0,09	2,6	-0,9	0,1
Linda Nektar	EE	0,08	20,1	0,5	0,04
Pieno žvaigždės	LT	0,07	0,0	-1,3	0,17
Arco Vara	EE	0,04	7,7	-1,8	0,11
Klaipėdos nafta	LT	0,02	-23,1	-1,8	0,09
LITGRID	LT	0,01	11,4	9,8	0,05
		VIDURKIS:	**2,2**	**6,2**	**0,40**
		Augimo vidurkis:	**16,4**	**15,1**	**0,42**
		Kritimo vidurkis:	**-22,8**	**-7,3**	-

Šaltinis: sudaryta autorės atlikus skaičiavimus pagal NASDAQ pateikiamus finansinius listinguojamų įmonių duomenis.

Bendras pajamų augimo vidurkis siekė 2,2 proc. Turto augimas buvo fiksuojamas 12 šios grupės įmonių (vidurkis – 15,1 proc.). Ši įmonių grupė pasižymėjo didžiausiu akcijų pelningumu, kurio vidurkis siekė 0,4. Tarp dividendus mokėjusių listinguojamų Baltijos šalių įmonių nebuvo nei vienos įmonės, kurios akcijų pelningumo rodiklis 2020 m. būtų neigiamas.

Lyginant dividendus mokėjusių ir nemokėjusių augimo rodiklius buvo nustatyta, kad 2020 m. ženkliai dažniau krito dividendų nemokėjusių įmonių pajamos. Viso 57,1 proc. dividendų nemokėjusių įmonių patyrė pajamų susitraukimą. Dividendus mokėjusių įmonių grupėje ženkliai dažniau fiksuojamas 0-15 proc. pajamų augimas. Kartu nustatyta, kad dividendų nemokėjusių įmonių grupėje šiek tiek dažniau pastebimas 15 proc. ribą viršijantis pajamų augimas (20 lent.).

20 lentelė. Pajamų augimas tarp dividendus mokėjusių ir nemokėjusių listinguojamų Baltijos šalių įmonių

	Mokėjusios dividendus (n=20)	**Nemokėjusios dividendų (n=42)**	X^2	**df**	**p**
<0 proc.	6 (30 proc.)	24 (57,1 proc.)	7,77	2	**0,021***
0-15 proc.	10 (50 proc.)	7 (16,7 proc.)			
>15 proc.	4 (20 proc.)	11 (26,2 proc.)			

Šaltinis: sudaryta autorės atlikus skaičiavimus pagal NASDAQ pateikiamus finansinius listinguojamų įmonių duomenis.
* Skirtumas vertinamas kaip statistiškai reikšmingas.

Atlikus Chi kvadrato testą pajamų augimas tarp dividendus mokėjusių ir nemokėjusių įmonių buvo įvertintas kaip statistiškai reikšmingas ($p<0,05$). Rezultatai prieštarauja Mazur ir kt. (2020) tyrimo išvadoms, kad susidūrus su COVID-19 įmonės, kurių pajamos susitraukė labiausiai, buvo linkusios išlaikyti aukščiausius dividendus. Tai byloja, kad įmonių elgesys skirtingose regionuose susidūrus su finansinės krizės rizika kardinaliai skiriasi. Todėl užsienyje atliktų dividendų politikos tyrimų įžvalgos nebūtinai tiesiogiai pritaikomos listinguojamoms Baltijos šalių įmonėms.

Turto augimo itin ženklių skirtumų nebuvo pastebėta. Abiejose grupėse apie 40 proc. įmonių turtas mažėjo. Dividendų nemokėjusių įmonių grupėje kiek daugiau įmonių patyrė 15 proc. viršijantį turto augimą (21 lent.).

21 lentelė. Turto augimas tarp dividendus mokėjusių ir nemokėjusių listinguojamų Baltijos šalių įmonių

	Mokėjusios dividendus (n=20)	**Nemokėjusios dividendų (n=42)**	X^2	**df**	**p**
<0 proc.	8 (40 proc.)	17 (40,5 proc.)	2,46	2	0,292
0-15 proc.	8 (40 proc.)	13 (31 proc.)			
>15 proc.	4 (20 proc.)	12 (28,6 proc.)			

Šaltinis: sudaryta autorės atlikus skaičiavimus pagal NASDAQ pateikiamus finansinius listinguojamų įmonių duomenis.

Tačiau skirtumai nebuvo vertinami kaip statistiškai reikšmingi (p>0,05). Tokie rezultatai taip pat skatina atmesti prielaidą, kad dividendų nemokėjusios įmonės ženkliai dažniau buvo linkusios nukreipti pelną į turto didinimą.

Rezultatų analizė rodo, kad 2020 m. buvo ryškus akcijų pelningumo skirtumas tarp dividendus mokėjusių ir nemokėjusių įmonių. Atlikus Chi kvadrato testą skirtumas akcijų pelningumo atžvilgiu buvo vertinamas kaip statistiškai reikšmingas (p<0,05) (22 lent.).

22 lentelė. Akcijų pelningumas tarp dividendus mokėjusių ir nemokėjusių listinguojamų Baltijos šalių įmonių

	Mokėjusios dividendus (n=20)	**Nemokėjusios dividendų (n=42)**	X^2	**df**	**p**
<0	0 (0 proc.)	10 (23,8 proc.)	6,79	2	**0,033***
0-0,2	9 (45 proc.)	19 (45,2 proc.)			
>0,2	11 (55 proc.)	13 (31 proc.)			

Šaltinis: sudaryta autorės atlikus skaičiavimus pagal NASDAQ pateikiamus finansinius listinguojamų įmonių duomenis.
* Skirtumas vertinamas kaip statistiškai reikšmingas.

Kaip matyti 23 lentelėje, dividendų nemokėjusių įmonių grupėje 23,8 proc. įmonių 2020 m. pasižymėjo neigiamu akcijų pelningumo rodikliu. Dividendus mokėjusių įmonių grupėje dividendus pelningumo rodiklis visose įmonėse buvo teigiamas. Abiejose grupėse po maždaug 45 proc. įmonių fiksavo 0-0,2 akcijų pelningumą. Akivaizdus skirtumas pastebimas tarp įmonių, kurių akcijų pelningumas viršijo 0,2 rodiklį. Dividendus mokėjusių įmonių grupėje tokių įmonių buvo net 55 proc., nemokėjusių įmonių grupėje – 31 proc. Nustatytas statistiškai reikšmingas skirtumas leidžia teigti, kad dividendus mokėjusioms įmonėms pavyko pasiekti geresnius akcijų pelningumo rodiklius.

Taip pat buvo nuspręsta atskirai palyginti pelningai 2020 m. dirbusių įmonių augimo ir akcijų pelningumo rodiklius. Duomenys atskleidė, kad pelningai dirbusios, tačiau dividendų nemokėjusios įmonės, pasižymėjo didesniu pajamų augimo vidurkiu (6,4 proc. prieš 2,4 proc.) (23 lent.).

23 lentelė. Pelningai 2020 m. dirbusių įmonių augimo ir akcijų pelningumo rodiklių palyginimas pagal dividendų politiką

		Pajamų augimas (proc.)	**Turto augimas (proc.)**	**Akcijų pelningumas (proc.)**
Dividendų nemokėjusios įmonės	Vid.	6,4	11,8	0,35
	SD	28,39	16,88	0,51
Dividendus mokėjusios įmonės	Vid.	2,4	5,5	0,47
	SD	25,1	21,7	0,43

Šaltinis: sudaryta autorės atlikus skaičiavimus pagal NASDAQ pateikiamus finansinius listinguojamų įmonių duomenis.

Dar ryškesnis skirtumas pastebimas vertinat turto augimą. Pelningų dividendų nemokėjusių įmonių turtas augo dvigubai daugiau nei dividendus mokėjusių įmonių (11,8 proc. prieš 5,5 proc.). Tačiau akcijų pelningumo vidurkis rodo, kad dividendus mokėjusių įmonių akcijos vidutiniškai uždirbo daugiau pelno (0,35 prieš 0,47). Tyrimo rezultatai prieštarauja Mazur ir kt. (2020) JAV atliktai studijai, kurioje buvo nustatytas paradoksalus efektas – akcininkai, kurie gavo didžiausius dividendus iš savo akcijų, skaičiuojant bendrą vertę su kapitalo prieaugiu, sulaukė mažiausios investicinės grąžos. Standartinio nuokrypio reikšmės rodo, kad abiejose grupėse įmonių pelningumo rodikliai pasižymi didele reikšmių aplink vidurkį sklaida.

Apibendrinant galima teigti, kad tarp dividendus mokėjusių ir nemokėjusių įmonių egzistuoja statistiškai reikšmingi pajamų augimo ir akcijų pelningumo skirtumai. Dividendus mokėjusių įmonių pajamos 2020 m. augo ženkliai dažniau. Taip pat ženkliai dažniau dividendus mokančios įmonės pasiekė didesnė nei 0,2 akcijų pelningumo rodiklį. Galima pastebėti, kad nei vienoje dividendus mokėjusios įmonėje 2020 m. nebuvo fiksuojamas neigiamas akcijų pelningumo rodiklis.

Apibendrinant tyrimo rezultatus galima teigti, kad tirtos įmonės pasižymi savitomis dividendų politikos strategijos, kurias galima susieti su išorinių ir vidinių veiksnių konjunktūra, tačiau dividendų politikos ypatumų ištyrimas leido pastebėti listinguojamoms Baltijos šalių įmonėms būdingas tendencijas ir kartu COVID-19 poveikį dividendų politikos sprendimams. Nustatyta, kad būtent COVID-19 akivaizdoje, t.y. 2020 m. labiausiai mažėjo dividendus mokančių įmonių. Teigiamą signalą apie įmonės finansinį stabilumą ir valdymą dividendų didinimu pasiuntė tik 13 proc. įmonių, kurios susidūrus pandemija pradėjo mokėti arba padidino išmokamų dividendų lygį, tačiau daugumoje įmonių dividendų augimas nebuvo ženklus. Dividendus mokėjusios įmonės pasižymėjo statistiškai reikšmingai geresniais grynojo ir EBIT pelningumo, pajamų augimo ir akcijų pelningumo rodikliais nei tos įmonės, kurios 2020 m. nemokėjo dividendų. Todėl galima atmesti prielaidą, jog dividendų mokėjimas kriziniu laikotarpiu gali būti vertinamas kaip investuotojų klaidinimas sudaryti įmonės stabilumo ir tinkamo valdymo įspūdį. Tokia taktika tirtoms listinguojamoms Baltijos šalių įmonėms nėra būdinga. Vertinant tik pelningai 2020 m. dirbusias įmones buvo nustatyta, kad dividendus mokėjusios įmonės pasižymi didesne vidutine akcijų grąža.

IŠVADOS IR SIŪLYMAI

1. Dividendų politikos tikslas – suderinti įmonės savininkų finansinės naudos maksimalizavimą su įmonės augimo perspektyvomis. Dividendų politika apima ne tik dividendų išmokėjimo klausimus, bet ir visas pelno paskirstymo alternatyvas – kitos kompanijos įsigijimą, skolų grąžinimą, savo kompanijos akcijų supirkimą. Dividendų politika gali būti aktyvi ir pasyvi. Dividendų politikos teorijos išryškina skirtingus politikos pasirinkimo ir pasekmių įmonės rezultatams aspektus, tačiau nėra mokslinio konsensuso dėl dividendų politikos įtakos akcininkų turtui, nors didesnėje dalyje tyrimų pavyko įrodyti dividendų politikos poveikį įmonių turtui ir veiklos rezultatams. Remiantis lyginamąją tyrimų analize daroma išvada, kad dividendų politikos formavimas yra svarbi įmonės finansų valdymo sritis.
2. Dividendų politiką lemiantys veiksniai gali būti skirstomi į vidinius ir išorinius. Labiausiai ištirtas ir didžiausioje dalyje tyrimų patvirtintas dividendų politikos ryšys su įmonės pelningumu, likvidumu ir dydžiu (branda). Išorinių veiksnių – mokestinės aplinkos, teisinės kreditorių ir investuotojų apsaugos, ekonominio šalies išsivystymo ir padėties – įtaka suponuoja, kad dividendų politikos teorijos pritaikymui būdingas lokalumas – t. y. priklausomybė nuo vietinių ypatumų. Lokalumo aspektas gali paaiškinti, kodėl skirtingose šalyse gaunami prieštaringi dividendų politikos tyrimų rezultatai, skiriasi finansų rinkos reakcijos į dividendų politikos pokyčius. Pandemija kaip dividendų politika lemiantis veiksnys nagrinėta minimaliai, tačiau atsižvelgiant į jos mastą ir ekonominį sukrėtimą, galima kelti prielaida, kad COVID-19 pandemija galėjo koreguoti įmonių dividendų politikos sprendimus.
3. Atlikus dividendų politikos 2016-2020 m. politikos analizę buvo nustatyta, kad nemaža dalis įmonių (iš viso 30,4 proc.) ir iki krizės buvo pasirinkusios dividendų nemokėjimo politiką, tačiau dividendus mokančių įmonių labiausiai sumažėjo būtent 2020 m. Tik 13 proc. įmonių susidūrus su COVID-19 pandemija pradėjo mokėti arba padidino išmokamų dividendų lygį, iš jų – 5,7 proc. įmonių šis dividendų padidėjimas vertinamas kaip ženklus. Taigi Signalo teorija listinguojamų Baltijos šalių įmonių pritaikoma ribotai. Taip pat nustatyta, kad būtent 2020 m. augo dividendų pajamingumas, ypač ženklus dividendų pajamingumo augimas fiksuojamas tarp Lietuvos įmonių. Analizuojant dividendų politikos ypatumus nustatytos tendencijos atitinkančios Įmonių ciklo teoriją – dividendų nemokėjimą dažniau renkasi naujos įmonės, tačiau kartu pažymėtina, kad Baltijos listinguojamų įmonių sąrašuose nebuvo identifikuota nei viena įmonė, kuri taikytų fiksuotų dividendų politiką, ir tik 14,5 proc. (10 iš 69 įmonių) stebinių pasižymėjo pastovia dividendų politika.

4. Nustatyta, kad statistiškai reikšmingai skyrėsi 2020 m. dividendus mokėjusių ir nemokėjusių įmonių grynojo pelningumo ir EBIT pelningumo rodikliai ($p<0,05$). Dividendus mokėjo tik 2020 m. pelningai veikusios įmonės, o dividendų išmokėjimas (arba padidinimas) nepablogino jų finansinės situacijos. Dividendų nemokėjo nei viena nepelninga į tyrimą įtraukta įmonė, tačiau nustatytos 26 dividendų (t.y. 63,4 proc.) nemokėjusios įmonės pasiekė bent minimalų grynąjį pelną, iš jų 22 proc. pavyko pasiekti didesnį nei 10 proc. grynąjį pelningumą. Tai reiškia, kad veiklos pelningumas kriziniu laikotarpiu nebuvo griežtai apribotas įmonės (ne)pelningumo veiksnio. Statistiškai reikšmingai skyrėsi ir dividendus mokėjusių ir nemokėjusių įmonių pajamų augimo ir akcijų pelningumas ($p<0,05$). Dividendus mokėjusių įmonių pajamos ir akcijų pelningumas 2020 m. augo ženkliai dažniau. Nei vienoje dividendus mokėjusioje įmonėje 2020 m. nebuvo fiksuojamas neigiamas akcijų pelningumo rodiklis. Todėl galima atmesti prielaidą, jog dividendų mokėjimas (didinimas) kriziniu laikotarpiu galėjo būti vertinamas kaip atvirkštinis signalas, kuriuo norima dirbtinai sukelti finansinio stabilumo įspūdį.
5. Atlikus dividendų politikos ypatumų ir poveikio tarp listinguojamų Baltijos šalių įmonių tyrimą teikiami pasiūlymai:
    - ✓ Investuotojai į listinguojamas Baltijos šalių įmonės turėtų palankiai vertinti įmones, kurios kriziniu laikotarpiu nemažino dividendų arba juos didino, kadangi Baltijos šalių įmonėms nėra būdingas bandymas taikyti dividendų mokėjimą kaip klaidinantį signalą apie įmonės stabilumą ir tinkamą valdymą. Investuotojai turėtų atkreipti dėmesį, kad pasirinkusios dividendų mokėjimo politiką kriziniu laikotarpiu įmonės nepablogino savo finansinės padėties.
    - ✓ Atsižvelgiant į tyrimų apie Baltijos listinguojamų įmonių dividendų politikos trūkumą, tikslinga atlikti daugiau tyrimų, analizuoti sektorinius dividendų politikos skirtumus. Palyginus rezultatus su užsienio autorių tyrimais galima teigti, kad užsienyje atliktų dividendų politikos tyrimų įžvalgos nebūtinai tiesiogiai pritaikomos listinguojamoms Baltijos šalių įmonėms.
    - ✓ Remiantis neracionalaus elgesio koncepcija tirti nefinansinių veiksnių įtaką dividendų politikos formavimui ir rezultatams.

LITERATŪRA

Teisės aktai:

1. Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas (2000). *Valstybės žinios*, 64-1914.
2. Lietuvos Respublikos pelno mokesčio įstatymas (2001). Valstybės žinios, 110-3992.
3. Lietuvos Respublikos gyventojų pajamų mokesčio įstatymas (2002). *Valstybės žinios*, 73-3085.
4. Lietuvos Respublikos mokesčių administravimo įstatymas (2004). *Valstybės žinios*, 63-2243.
5. Lietuvos Respublikos finansų ministro įsakymas dėl finansų ministro 2001 m. gruodžio 28 d. įsakymo Nr. 344 „Tikslinių teritorijų sąrašo patvirtinimo“ pakeitimo (2018). *TAR*, 22116. Prieiga per internetą: https://e-seimas.lrs.lt/portal/legalAct/lt/TAD/9c46d7e10d3f11e98a758703636ea610

Straipsniai ir monografijos

6. Agbetonyo, Y. S., Fromont, E., & Viviani, J. L. (2018). Asymmetric Responses to Dividend Announcements. Prieiga per internetą: https://www.cairn.info/revue-de-l-ofce-2018-6-page-77.htm
7. Ahmad, L., Iftikhar, A., Ejaz, S., Baig, W., Nadeem, K., & Shahid, R. (2019). Dividend Policy and Share Price volatility: Evidence From Pakistan Stock Exchange of Listed Commercial Banks. *International Economics and Business*, 5(1).
8. Ali, H. (2021). Corporate dividend policy in the time of COVID-19: Evidence from the G-12 countries. Prieiga per internetą: https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC8501519/
9. Amidu, M., & Joshua, A. (2006). Determinants of dividend payout ratios in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, *7*(2), 136–145.
10. Al-Malkawi, H. A. N., Rafferty, M., & Pillai, R. (2010). Dividend policy: a review of theories and empirical evidence. Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/230720120_Dividend_Policy_A_Review_of_Theories_and_Empirical_Evidence
11. Baker, H. K., & Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, *41*(2), 126–144.

12. Barbero, J., de Lucio, J.J., & Rodríguez-Crespo, E. (2021). Effects of COVID-19 on trade flows: Measuring their impact through government policy responses. *PLoS ONE, 16*(10). Prieiga per internetą: https://doi.org/10.1371/journal.pone.0258356
13. Barlow, P., Schalkwyk, M., McKee, M., Labonte, R., & Stuckler, D. (2021). COVID-19 and the collapse of global trade: building an effective public health response. *Viewpoint, 5*(2), 102–107.
14. Demirgunes, K. (2015). Determinants of Target Dividend Payout Ratio: A Panel Autoregressive Distributed Lag Analysis. *International Journal of Economics and Financial Issues*, *5*(2), 418–426.
15. Camilleri, S. J., Grima, L., & Grima, S. (2018). The Effect of Dividend Policy on Share Price Volatility: An Analysis of Mediterranean Banks' Stocks, Managerial Finance, forthcoming. Prieiga per internetą: https://core.ac.uk/download/pdf/153558314.pdf
16. Cejnek, G., Randl, O., & Zechner, J. (2021). The COVID-19 Pandemic and Corporate Dividend Policy. *Journal of financial times and quantitative analysis, 56*(7), 2389–2409.
17. Charbti, S. (2020). Dividend policy, irrationality approaches and behavioral corporate finance : theory and evidence. Prieiga per internetą: https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-02936213/file/86882_CHARBTI_2020_archivage.pdf
18. Escaith, H., & Khorana, S. (2020). The Impact of the COVID-19 Pandemic on Merchandise Trade in Commonwealth Countries. Prieiga per internetą: https://production-new-commonwealth-files.s3.eu-west-2.amazonaws.com/migrated/inline/ITWP%202021_02_UPDF.pdf
19. Floyd, E., Li, N., & Skinner, D. J. (2015). Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends. *Journal of Financial Economics, 118*(2), 299–316.
20. Gostkowska-Drzewicka, M., & Majerowska, E. (2019). Determinants of corporate dividend policy in polish companies listed on Wse. *Financial Internet Quarterly „e-Finanse", 15*(3), 47–55. Prieiga per internetą: https://sciendo.com/pdf/10.2478/fiqf-2019-0019
21. Gupta, M., & Aggarwal, N. (2018). Signaling Effect of Shifts in Dividend Policy: Evidence from Indian Capital Markets. *Business Perspectives and Research, 6*(2), 142–153.
22. Gruebler, J. (2021). Reshaping Trade Ties with China in the Aftermath of COVID-19. Prieiga per internetą: https://wiiw.ac.at/reshaping-trade-ties-with-china-in-the-aftermath-of-covid-19-dlp-5606.pdf
23. Hassanudin, R. (2021). The Influence of Investment Decisions, Dividend Policy and Capital Structure on Firm Value. *Jurnal economic resources*, *4*(1).

24. Hooi, S. E., Albaity, M., & Ibn Ibrahimy, A. (2015). Dividend policy and share price volatility. *Investment Management and Financial Innovations*, *12*(1-1), 226–234. Prieiga per internetą: https://www.businessperspectives.org/images/pdf/applications/publishing/templates/article/assets/6464/imfi_en_2015_01cont_Hooi.pdf
25. Ismawati, L. (2018). The Influence of Capital Structure and Dividends Policy to Firms Value Listed at Indonesian Stock Exchange. *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, 28, 272–275.
26. Jurevičienė, D. (2015). Finansiniai sprendimai. Finansinių sprendimų formos. Vilnius: Mykolo Romerio universitetas. Prieiga per internetą: https://www.registrucentras.lt/bylos/dokumentai/literatura/Daiva20JureviC48DienC497_Finansiniai20sprendimai2C20FinansiniC5B320sprendimC5B320formos.pdf
27. Kanakriyan, R. (2020). Dividend Policy and Companies' Financial Performance. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, *7*(10), 531–541.
28. Karunarathne, M. B. D. N., Sewwandi, A. K. Y., Subhashini, I. B. N., & Wickrama Arachchige, T. O. (2021). The Signaling Effect of Dividends on The Market & Financial Performance of Listed Companies in Sri Lanka. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, *11*(1), 233–249.
29. Krieger, K., Mauck, N., & Pruitt, S. W. (2021). The impact of the COVID-19 pandemic on dividends. Finance research letter, 42. Prieiga per internetą: https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101910
30. Kuzucu, N. (2015). Determinants of Dividend Policy: A Panel Data Analysis for Turkish Listed Firms. *International Journal of Business and Management*, *11*, 149-160.
31. Legenzova, R., Jurakovaitė, O., ir Galinskaitė, A. (2017). The analysis of dividend announcement impact on stock prices of Baltic companies. *Central European Business Review*, *6*(1), 61–75.
32. Liu, N. & Mehran, J. (2016). Does dividend policy drive repurchases? An empirical study. *Managerial Finance*, *42*(1), 13–22.
33. Livoreka, B., Hetemi, A., Shala, A., Hoti, A., & Asllanaj, R. (2014). Theories on Dividend Policy Empirical Research in Joint Stock Companies in Kosovo. *Procedia Economics and Finance*, 14, 387–396.
34. Mackevičius, J., Giriūnas, L., ir Valkauskas, R. (2014) *Finansinė analizė*. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla.
35. Mazur, M., Dang, M., & Vo, T.T. A. (2020). Dividend Policy and the COVID-19 Crisis. Prieiga per internetą: https://mpra.ub.uni-muenchen.de/108765/1/MPRA_paper_108765.pdf

36. Mikluš, M. & Oplotnik, Ž. J. (2016). Capital Market Response to the Change in the Dividend Policy: The Case of Slovenian Stock Market. *Research in Applied Economics*, *8*(1), 133–142.
37. Mohd, K. N. T., & Zaharudin, K. Z. (2018). Future earnings growth and dividend payout: Evidence from Malaysia. *Management Science Letters*, 9, 122–132.
38. Mold, A., & Mveyange, A. (2020). The impact of the COVID-19 crisis on trade. Prieiga per internetą: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2020/07/EAC_COVID_Mold_Mveyange.pdf
39. Okafor, C. A., Mgbame, C.O., & Chiijoke-Mgbame, A.M. (2011). Dividend policy and share price volatility in Nigeria. *Jorind, (9)*1, 45–52.
40. Pinto, G., & Rastogi, S. (2019). Sectoral Analysis of Factors Influencing Dividend Policy: Case of an Emerging Financial Market. *Risk and financial management*, *12*(110), 1–18.
41. Prabakaran, V. (2019). Dividend theories and policies. Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/333080028_DIVIDEND_THEORIES_AND_POLICIES
42. Raei, R., Moradi, M., & Eskandar, H. (2012). Do dividend policies signal Corporate Operating Characteristics? *Journal of Applied Finance & Banking*, *2*(4), 13–24.
43. Rahman, A. (2018). Effect of Dividend Policy on Firm's Performance: A Case Study of Cement Sector of Pakistan. *Seisense journal of management*, *1*(5), 6–11.
44. Roj, J. (2019). The Determinants of Corporate Dividend Policy in Poland. *Ekonomika*, 98(1), 96-110.
45. Severin, E., & du Jardin, P. (2011). Dividend policy. Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/235643802_Dividend_policy
46. Singhania, M., & Gupta, A. (2012). Determinants of Corporate. Dividend Policy: A Tobit Model Approach. *Vision*, *16*(3), 153–162.
47. Soewarno, N., Yulia Arifin, S., & Tjahjadi, B. (2017). The mediating effect of leverage and dividend policy on the influence of corporate governance towards firm value. Prieiga per internetą: https://www.shs-conferences.org/articles/shsconf/pdf/2017/02/shsconf_four2017_04002.pdf
48. Subramaniam, R. K., Shaiban, M., & Suppiah, S. D. K. (2014). Growth oppurtunities and dividend policy: some evidence on the role of ethnicity in an emerging economy. Prieiga per internetą: http://virtusinterpress.org/IMG/pdf/Subramaniam_Shaiban_Suppiah_paper_CoC_journal_12.pdf

49. Šidlauskaitė-Riazanova, B. (2020). Pandemijos poveikio ES šalių ekonomikai globalizacijos sąlygomis vertinimas paklausos aspektu. *Taikomoji ekonomika: sisteminiai tyrimai*, *14*(1), 59–76.
50. Tahir, M., & Mushtaq, M. (2016). Determinants of Dividend Payout: Evidence from listed Oil and Gas Companies of Pakistan. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, *3*(4), 25–37.
51. Tanushev, C. (2016). Theoretical Models of Dividend Policy. *Economic Alternatives*. 3, 299–316.
52. Talat, A. (2010). Ownership Structure and Cash Flows as Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan. *International Business Research*, *3*(3), 16–24.
53. Vaškelaitis, V., ir Martišiūtė, V. (2010). Dividendai ir jų mokėjimas: teisinis vertinimas. *Teisė*, *76*, 7–20.
54. Zainudin, R., Mahdzan, N. S., & Yet, C. H. (2018). Dividend policy and stock price volatility of industrial products firms in Malaysia. I*nternational Journal of Emerging Markets*, *13*(1), 203–217.
55. Zakic, V., Vasiljevic, Z., & Zaric, V. (2012). Relevance of dividend policy for food industry corporations in Serbia. *Economics and agriculture*, *4*, 809–825.
56. Zagonel, T., Soares Terra, P. R., & Pasuch, D. F. (2018). Taxation, corporate governance and dividend policy in Brazil. Prieiga per internetą: https://www.scielo.br/j/rmj/a/SwKt7WncW5tBxMd5XFPT8dz/?lang=en

Kiti šaltiniai

57. Dividendai. Prieiga per internetą: https://investologija.lt/investavimas/i-akcijas/dividendai/
58. Lietuvos Respublikos pelno mokesčio įstatymo apibendrintas komentaras. (2021). Prieiga per internetą: https://www.vmi.lt/evmi/-/d-c4-97l-lietuvos-respublikos-pelno-mokes-c4-8dio-c4-afstatymo-2-straipsnio-41-punkto-pakeitimo-ir-58-straipsnio-162-ir-163-punkt-c5-b3-apibendrinto-
59. Lietuvos Respublikos Seimo socialinių reikalų ir darbo komiteto išvada dėl Lietuvos Respublikos gyventojų pajamų mokesčio įstatymo (2019). Prieiga per internetą: https://e-seimas.lrs.lt/rs/legalact/TAK/91c586500aae11eaa727fba41f42a7e9/
60. Šalys su kuriomis yra sudaryta ir taikoma dvigubo apmokestinimo išvengimo sutartis. Prieiga per internetą: http://savadai.savadai.lt/document.php?id=13886&PHPSESSID=7ebf3e6b875145c5569a0e2ef6693be9

ANOTACIJA

Sinkevičiūtė, L. (2022). *Listinguojamų Baltijos šalių įmonių dividendų politikos pokyčiai COVID-19 kontekste*. (Magistro baigiamasis darbas). Vilnius: Mykolo Romerio universitetas.

Pirmame skyriuje analizuojami teoriniai dividendų politikos formavimo aspektai – dividendų politikos samprata, dividendų politikos teorijos ir formavimo veiksniai, atsižvelgiama į tai, kokią įtaką dividendų politikos formavime gali turėti krizinės situacijos. Antrame skyriuje pristatoma ir pagrindžiama tyrimo metodika, aprašomas tyrimo organizavimas ir etapai, analizės kriterijai. Trečiame skyriuje pristatomi susisteminti tyrimo rezultatai – dividendų politikos tarp listinguojamų Baltijos šalių įmonių ypatumai 2016-2020 m., akcentuojant pokytį prasidėjus COVID-19 pandemijai, dividendus mokėjusių ir nemokėjusių įmonių veiklos rezultatų skirtumai.

Pagrindiniai žodžiai: dividendų politika, listinguojamos Baltijos šalių įmonės, Signalo teorija, Agentų teorija.

ANNOTATION

Sinkevičiūtė, L. (2022). *Changes in the dividend policy of listed Baltic companies in the context of COVID-19* (Master thesis). Vilnius: Mykolas Romeris University.

The first chapter analyzes the theoretical aspects of dividend policy – the concept of dividend policy, dividend policy theories and formation factors, taking into account the impact of crisis situations on the formation of dividend policy. The second chapter presents and substantiates the research methodology, describes the organization and stages of the research, and the analysis criteria. The third chapter presents the systematized results of the study – peculiarities of dividend policy between listed companies in the Baltic States in 2016-2020, trends in the pandemic years, also emphasizing the change in the performance of companies that paid and did not pay dividends during first year of COVID-19 crisis.

Keywords: dividend policy, listed Baltic state companies, Signal theory, Agent theory.

SANTRAUKA LIETUVIŲ KALBA

Sinkevičiūtė, L. (2022). *Listinguojamų Baltijos šalių įmonių dividendų politikos pokyčiai COVID-19 kontekste.* (Magistro baigiamasis darbas). Vilnius: Mykolo Romerio universitetas.

Dividendų politika laikoma vienu svarbiausių įmonės finansinių sprendimų laukų, tad diskusijos apie dividendų politikos pasirinkimus nepraranda aktualumo. Nepaisant tyrimų gausos, vis dar nėra prieita vieningos nuomonės apie dividendų politiką. Empirinių tyrimų rezultatai negali būti paaiškinami viena dividendų politikos teorija. Svarbu atsižvelgti ir į tai, kad dividendų politika kinta priklausomai nuo laikotarpio, geografinio regiono ir sektoriaus. Tarp Baltijos šalių ypač stokojama tyrimų apie šio regiono dividendų politikos ypatumus ir pokyčius COVID-19 pandemijos kontekste. Tikslinga patikrinti prielaidą, ar dividendų išmokėjimas krizinėmis sąlygomis gali būti priimamas kaip bandymas suklaidinti investuotojus signalizuojant apie stabilią įmonės situaciją. **Darbo tikslas:** įvertinti COVID-19 pandemijos įtaką listinguojamų Baltijos šalių įmonių dividendų politikai ir rezultatams. **Darbo uždaviniai**: 1) atskleisti teorinius dividendų politikos mokėjimo aspektus – sampratą, teorijas ir politikos tipus; 2) atlikti teorinę dividendų politikos veiksnių analizę; 3) išanalizuoti listinguojamų Baltijos šalių įmonių dividendų politikos ypatumus 2016–2020 m. laikotarpiu; 4) nustačius listinguojamų Baltijos šalių įmonių dividendų politikos pokyčius COVID-19 kontekste įvertinti jų įtaką veiklos rezultatams.

Metodai: mokslinės literatūros analizė, normatyvinių dokumentų analizė, statistinė finansinių duomenų analizė, klasterinė analizė.

Rezultatai. Atlikus tyrimą buvo įvertintos NASDAQ listinguojamų įmonių dividendų politikos tendencijos. Atliekant klasterinę analizę ir pritaikius Chi kvadrato testą buvo įvertinti įmonių finansinių rezultatų skirtumai tarp dividendus mokėjusių ir nemokėjusių listinguojamų Baltijos šalių įmonių.

Išvados. COVID-19 pandemija buvo reikšmingas veiksnys, keičiantis dividendų politikos tendencijas, kadangi būtent prasidėjus pandemijai labiausiai sumažėjo dividendus mokančių įmonių dalis. Signalizavimas apie gerą įmonės padėtį išmokant dividendus nebuvo dažnas reiškinys. Tik 13 proc. įmonių susidūrus su COVID-19 pandemija pradėjo mokėti arba padidino išmokamų dividendų lygį. Dividendus mokančios įmonės pasižymėjo statistiškai reikšmingai geresniais grynojo pelningumo, EBIT pelningumo, pajamų augimo ir akcijų pajamingumo rodikliais. Todėl galima atmesti prielaidą, kad dividendų išmokėjimas kriziniu laikotarpiu galėjo būti laikomas investuotojų klaidinimu arba pabloginti įmonės finansinę padėtį.

SANTRAUKA ANGLŲ KALBA

Sinkievičiūtė, L. (2022). *Changes in the dividend policy of listed Baltic companies in the context of COVID-19* (Master thesis). Vilnius: Mykolas Romeris University.

Dividend policy is considered to be one of the most important areas of a company's financial decisions, so discussions about dividend policy options do not lose their relevance. Despite the abundance of research, there is still no consensus on dividend policy. The results of empirical research cannot be explained by a single theory of dividend policy. It is also important to keep in mind that dividend policies vary by period, geographic region and sector. Among the Baltic countries, there is a particular lack of research, especially in the context of the COVID-19 pandemic. It is appropriate to examine the presumption that the payment of dividends in a crisis situation can be accepted as an attempt to mislead investors by signaling a stable situation for the company. **The aim** of the study was to evaluate the impact of the COVID-19 pandemic on the dividend policy and results of listed Baltic companies. **Tasks**: 1) to reveal the theoretical aspects of dividend policy payment – the concept, theories and policy types; 2) to perform a theoretical analysis of dividend policy factors; 3) to analyze the peculiarities of the dividend policy of listed Baltic companies in 2016–2020 period; 4) after determining the changes in the dividend policy of listed Baltic companies in the context of COVID-19, assess their impact on the financial results.

Methods: analysis of scientific literature, analysis of normative documents, statistical analysis of financial data, cluster analysis.

Results. The study assessed the dividend policy trends of NASDAQ-listed companies. During the cluster analysis and applying the Chi-square test, the differences in the financial results of companies between listed Baltic companies that did pay dividends and did not pay dividends during 2020 were assessed.

Conclusions. The COVID-19 pandemic was a significant factor in changing the direction of dividend policy. Signaling about a company’s good position in paying dividends was not a common occurrence. Only 13 % companies started paying or increasing the level of dividends paid in the face of the COVID-19 pandemic. Dividend-paying companies performed statistically significantly better in terms of net profitability, EBIT profitability, revenue growth and earnings per share. It can therefore be ruled out that the payment of dividends during the crisis could have been considered to mislead investors or worsen the company's financial situation. Listen Baltic companies do not use dividend payment as a false signal to attract investors.

PRIEDAI

1 priedas. Dividendų mokėjimo duomenys

Įmonė	Šalis	Dividendai					Dividend yield				
		2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020
Baltika	EE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Coop Pank	EE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ekspress Grupp	EE	0,05	0,06	0,07	0	0	3,8	4,8	6,7	0	0
Enefit Green	EE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Hepsor	EE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Merko Ehitus	EE	0,51	0,41	1	1	0	5,6	4,6	10,8	10,7	0
Nordecon	EE	0,03	0,05	0,06	0,12	0	2,3	3,6	6,7	11,7	0
Pro Kapital Grupp	EE	0	0,02	0,02	0	0	0	0	0,9	0	0
PRFoods	EE	0	0	0	0,01	0	0	0	1,6	2,22	0
Silvano Fashion Group	EE	0,25	0,2	0,5	0,3	0	5,1	6,9	8,7	13,8	0
Tallink Grupp	EE	0,02	0,03	0,03	0,12	0	2,2	2,4	3	12,3	0
Nordic Fibreboard	EE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Trigon Property Development	EE	0	0,09	0	0	0	0	16,2	0	0	0
Bercman Technologies	EE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ELMO Rent	EE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Hagen Bikes Holding	EE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Modera	EE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Saunum Group	EE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
AUGA group	LT	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Grigeo	LT	0,01	0,02	0,03	0,03	0	1,8	2,9	4,5	4,2	0
Ignitis grupė	LT	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Linas Agro Group	LT	0,01	0,01	0,02	0	0	1,2	1,2	2,9	0	0
Novaturas	LT	0	0	0,52	0	0	0	0	6,5	0	0
Panevėžio statybos trestas	LT	0,02	0,07	0,06	0	0	1,7	7,1	8	0	5,3
Šiaulių bankas	LT	0	0	0,01	0,03	0	0,4	0,9	1,3	5,7	0
Vilkyškių pieninė	LT	0	0,12	0,14	0	0	0	3,2	6,8	0	0
Amber Grid	LT	0,07	0,12	0,11	0,03	0	5,8	8,4	10	3	0
INVL Technology	LT	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kauno energija	LT	0,04	0,03	0,08	0,03	0	7,5	2,1	7,8	2,6	0
Linas	LT	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Snaigė	LT	0	0,02	0	0	0	0	8,4	0	0	0
Utenos trikotažas	LT	0	0	0	0,1	0	0	0	0	10,6	0
Vilniaus baldai	LT	1	0,27	0,27	0,08	0	7,4	2,1	3,6	1	0
Žemaitijos pienas	LT	0,12	0,1	0,15	0,08	0	11,2	5,8	10	4,6	0

East West Agro	LT	0	1,6	0,4	0	0	0	7	4,4	0	0
K2 LT	LT	1,8	1,8	1,09	0	0	5	6,7	5,3	0	0
NEO Finance	LT	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DelfinGroup	LV	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
HansaMatrix	LV	0	0,03	0,08	0,04	0	0	0,4	1,2	0,6	0
Latvijas balzams	LV	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ditton pievadķēžu rūpnīca	LV	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Siguldas ciltslietu un mākslīgās apsēklošanas stacija	LV	0,1	0,15	0,08	0,08	0	3,3	4,2	2,5	2,3	0
VEF	LV	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Frigate	LV	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
VIRŠI-A	LV	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LITGRID	LT	0,01	0,04	0,02	0,01	0,01	1,3	5,1	2,5	0,9	1,4
Klaipėdos nafta	LT	0,05	0,03	0,04	0,03	0,02	8,6	5	10,9	8,3	6,3
Arco Vara	EE	0,01	0,02	0,01	0,01	0,04	0,8	0,7	0,9	0,9	3,3
Pieno žvaigždės	LT	0,06	0,09	0	0,03	0,07	3,8	7,1	0	3,2	5,2
Linda Nektar	EE	0,09	0,19	0,08	0,08	0,08	1,2	2,6	1,5	1,9	1,1
Telia Lietuva	LT	0,01	0,03	0,07	0,08	0,09	1,1	3,1	6,3	6,3	4,9
Rokiškio sūris	LT	0,07	0,1	0,1	0,1	0,1	3,9	3,6	4	4	3,4
INVL Baltic Farmland	LT	0,07	0,07	0,15	0,1	0,1	2	1,8	4,3	2,9	2
Tallinna Sadam	EE	0	0	0	0,13	0,12	0	0	0	6,8	6,4
Harju Elekter	EE	0,05	0,18	0,24	0,18	0,14	1,7	3,6	5,8	4,3	2,7
MADARA Cosmetics	LV	0	0	0,09	0,12	0,15	0	0	1,1	1,5	0,8
LHV Group	EE	0	0,15	0,16	0,21	0,19	0	1,4	1,7	1,7	1
SAF Tehnika	LV	0,34	0,67	0	0	0,21	9,7	10,4	30,5	0	4,5
Latvijas Gāze	LV	1,64	2,69	0,58	0,55	0,44	8,7	18,1	5,6	5,6	4,2
Latvijas Jūras medicīnas centrs	LV	0	0,4	0,4	0,1	0,55	0	5	11,1	2,3	6,9
EfTEN Real Estate Fund III	EE	0	0	0,68	0,95	0,65	0	0	4,2	5,3	3,4
Tallinna Kaubamaja Grupp	EE	0	0,63	0,69	0,71	0,73	6,3	6,9	8,2	8	8
Invalda INVL	LT	0	0	0	0	0,8	0	0	0	0	10,5
Tallinna Vesi	EE	0,9	0,54	0,36	0,75	1	6,5	5,3	3,8	6,4	7,6
INVL Baltic Real Estate	LT	0,06	0	0,26	0,13	1,55	3,1	0	5,4	4,3	71,8

2 priedas. Įmonių finansiniai rezultatai

Įmonė	Šalis	Revenue		EBIT		Net income		Total assets		Basic earn. per share	ROE	Return of invested capital
		2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2020	2020	2020
Baltika	EE	40	19	4	7	-6	0	27,32	16,48	-0,01	-12,7	1,4
Coop Pank	EE	24	31	0	0	6	7	611,3	869,91	0,08	7,8	0
Ekspress Grupp	EE	67	63	3	4	1	3	95,41	94,18	0,08	4,7	4,3
Enefit Green	EE	150	147	47	72	37	68	730,2	739,44	0,3	14	10,1
Hepsor	EE	20	39	1	4	1	3	36,99	30,43	0,67	31,7	9,3
Merko Ehitus	EE	327	316	21	25	16	23	281,83	256,92	1,3	16,2	11,8
Nordecon	EE	234	296	6	6	3	2	117,65	135,08	0,08	7,7	5,5
Pro Kapital Grupp	EE	55	19	-16	-43	-27	-56	210,82	179,05	-0,98	-132,2	-25,1
PRFoods	EE	78	59	-1	-4	-2	-5	62,53	57,12	-0,13	-29,3	-9,8
Silvano Fashion Group	EE	57	38	13	5	11	1	46,31	42,26	0,04	5,3	5,2
Tallink Grupp	EE	949	443	75	-93	50	-108	1532,96	1516,2	-0,16	-14,1	-6,5
Nordic Fibreboard	EE	13	10	-1	1	-1	1	9,05	7,65	0,24	51,3	4
Trigon Property Development	EE	0	0	0	0	0,35	0,35	2,19	2,5	0,08	15	15
Bercman Technologies	EE	0,11	0,21	0	0	-0,12	-0,07	0,3	0,23	-0,06	-	-
ELMO Rent	EE	0,28	0,45	0	0	0,2	0	0,43	1,48	0,01	6,4	7,2
Hagen Bikes Holding	EE	0,02	0,01	0	0	0	0	0,02	0,02	0	59	2,2
Modera	EE	1,2	1,21	0	0	0	-0,01	3,34	4	-	3,7	5,5
Saunum Group	EE	0	0,02	0,28	0	-0,1	-0,22	0,2	0,87	-0,22	-112,1	-48,4
AUGA group	LT	71	83	1	6	-3	2	206,72	213,7	0,01	1,9	3,2
Grigeo	LT	140	130	16	15	14	13	116,52	123,18	0,1	16,1	13,9
Ignitis grupė	LT	1073	1215	81	215	57	170	3198,09	3969,3	2,88	10,8	6,7
Linas Agro Group	LT	658	942	16	20	10	14	405,42	421,12	0,09	7,6	5,1
Novaturas	LT	180	33	4	-6	4	-6	49,39	45,36	-0,74	-33,9	-18
Panevėžio statybos trestas	LT	110	75	1	-8	0	-10	76,68	72,39	-0,58	-31,3	-18,2
Šiaulių bankas	LT	115	113	0	0	52	43	2508,19	3028,85	0,07	12,9	0
Vilkyškių pieninė	LT	115	121	-1	4	0	4	78,05	76,9	0,32	11,7	7,9

Amber Grid	LT	54	50	14	15	12	18	256,13	316,37	0,1	12,4	7,5
INVL Technology	LT	0,19	0,15	1	5	1	5	29,08	35,4	0,39	15,2	15,2
Kauno energija	LT	55	42	2	1	1	1	154,1	162,9	0,01	0,7	0,7
Linas	LT	13	14	0	1	0	1	10,88	11,67	0,02	6	5,5
Snaigė	LT	32	29	-1	1	-2	0	25,53	24,8	0	2,9	3,8
Utenos trikotažas	LT	31	28	1	0	1	0	22,94	23,23	-0,05	-4,3	-2,6
Vilniaus baldai	LT	73	99	4	2	5	0	58,02	83,24	0,04	0,7	2,1
Žemaitijos pienas	LT	186	182	12	12	11	10	125,18	129,42	0,22	10,9	9,8
East West Agro	LT	18	29	0	2	-1	1	18,96	20,33	1,21	21,8	16,5
K2 LT	LT	1,43	2	1	1	0,51	0,95	3,54	4,85	3,05	31,9	24,7
NEO Finance	LT	1,72	2,48	-1	0	-0,84	-0,05	7,13	10,84	-0,03	-9,5	-3,7
DelfinGroup	LV	19	20	n	n	4	4	38,27	45,96	0,1	44,2	0
HansaMatrix	LV	25	23	1	0,66	0	-1	29,81	28,83	-0,3	-6,3	0
Latvijas balzams	LV	79	69	10	9	10	9	156,02	169,98	1,24	7,2	5,6
Ditton pievadķēžu rūpnīca	LV	5	5	-0,2	0,11	0	-0,03	8,38	7,85	0	-2,2	2,9
Siguldas ciltslietu un mākslīgās apsēklošanas stacija	LV	1,11	1,15	0,12	0,18	0,05	0,1	1,59	1,73	0,25	6,7	6,7
VEF	LV	1,19	1,1	0,25	0,15	0,12	0,01	6,12	6,01	0,01	0,4	2,1
Frigate	LV	0,54	0,37	0,33	0,04	0,33	0,04	1,22	1,56	-	3,5	4
VIRŠI-A	LV	187	171	4	5	4	4	71,99	72,83	0,31	12,1	8,5
LITGRID	LT	185	206	6	32	5	27	377,37	414,35	0,05	12,8	9,1
Klaipėdos nafta	LT	104	80	8	46	8	34	663,3	651,69	0,09	16,7	5,7
Arco Vara	EE	13	14	1	2	0	1	28,75	28,23	0,11	7,4	6,2
Pieno žvaigždės	LT	171	171	5	9	4	8	74,01	73,05	0,17	24,7	15,5
Linda Nektar	EE	2,09	2,51	0	0	-0,04	0,07	3,84	3,86	0,04	1,8	1,8
Telia Lietuva	LT	388	398	60	67	55	56	614,12	608,45	0,1	16,9	11,1
Rokiškio sūris	LT	208	211	4	4	4	4	169,07	197,07	0,12	2,9	2,5
INVL Baltic Farmland	LT	0,65	0,65	1	1	1,14	0,9	15,14	15,87	0,28	6,5	6,5
Tallinna Sadam	EE	131	107	52	35	44	29	625,53	628,09	0,11	7,6	5,1
Harju Elekter	EE	143	147	3	7	2	6	107,9	115,48	0,31	7,9	6,5
MADARA Cosmetics	LV	12	16	2	4	2	3	11,03	14,19	0,91	31,4	30,4
LHV Group	EE	74	104	0	0	25	38	3031,91	4971,41	1,31	17,3	0
SAF Tehnika	LV	17	25	0	4	0	4	13,23	15,56	1,31	33,6	30,3
Latvijas	LV	314	190	23	13	20	11	464,24	455,55	0,28	2,9	2,8

Gāze												
Latvijas Jūras medicīnas centrs	LV	7	7	0	0	0	0	7,08	7,34	0,34	5	5
EfTEN Real Estate Fund III	EE	10	11	10	5	8	3	132,83	151,63	0,79	4,7	3,3
Tallinna Kaubamaja Grupp	EE	717	742	41	28	31	19	522,31	597,28	0	8,7	5
Invalda INVL	LT	20	19	22	5	21	5	93,48	90,38	0,46	6,3	6,3
Tallinna Vesi	EE	63	52	32	22	28	17	262,86	255,67	0,84	14,7	8,4
INVL Baltic Real Estate	LT	6	4	11	6	10	5	75,38	41,94	0,41	14,9	10,5

PATVIRTINIMAS APIE ATLIKTO DARBO SAVARANKIŠKUMĄ

2022-05-02
Vilnius

Aš, Mykolo Romerio universiteto (toliau – Universitetas),

Viešojo valdymo ir verslo fakulteto, finansų valdymo programos
(fakulteto, programos pavadinimas)

Studentė Lolita Sinkevičiūtė,
(vardas, pavardė)

patvirtinu, kad šis magistro baigiamasis darbas

„LISTINGUOJAMŲ BALTIJOS ŠALIŲ ĮMONIŲ DIVIDENDŲ POLITIKOS POKYČIAI COVID-19 KONTEKSTE“:

1. Yra atliktas savarankiškai ir sąžiningai;
2. Nebuvo pristatytas ir gintas kitoje mokslo įstaigoje Lietuvoje ar užsienyje;
3. Yra parašytas remiantis akademinio rašymo principais ir susipažinus su rašto darbų metodiniais nurodymais.

Man žinoma, kad už sąžiningos konkurencijos principo pažeidimą – plagijavimą studentas gali būti šalinamas iš Universiteto kaip už akademinės etikos pažeidimą.

_____ Lolita Sinkevičiūtė
(parašas) *(vardas, pavardė)*