

VILNIAUS UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR VERSLO ADMINISTRAVIMO FAKULTETAS

FINANSAI IR BANKININKYSTĖ

Studentės Gerdos Briedienės

MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS

DIVIDENDŲ POVEIKIO AKCIJŲ RINKOS VERTEI VERTINIMAS	ASSESSMENT OF THE EFFECT OF DIVIDENDS ON THE STOCK MARKET VALUE
---	--

Magistrantė _____

(parašas)

Darbo vadovė _____

(parašas)

Darbo vadovė Deimantė Teresienė

Darbo įteikimo data:

Registracijos Nr.

Vilnius, 2022

TURINYS

LENTELIŲ SĄRAŠAS	3
PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS	3
ĮVADAS	4
1. DIVIDENDŲ POLITIKOS PROBLEMATIKA IR POVEIKIS AKCIJŲ RINKOS VERTEI ...	6
1.1 Dividendų svarba akcininkams ir tolimesnei įmonės plėtrai	6
1.2 Dividendų politikos teorijos	10
1.3 Dividendų politikos pokyčiai kriziniais momentais	17
2. DIVIDENDŲ POLITIKOS POVEIKIO AKCIJŲ KAINOMS NUSTATYMO METODOLOGIJA	22
3. DIVIDENDŲ POLITIKOS POVEIKIO AKCIJŲ KAINOMS NUSTATYMO TYRIMAS	31
3.1 Atvejo analizė.....	31
3.2 Euro Stoxx Banks indekse naudojamų bankų duomenų analizė.....	33
3.3 Akcijų rinkos kainos kintamumo analizė	40
3.4 Dividendų įtakos rinkos akcijų kainai hipotezių pagrindimas	41
IŠVADOS IR PASIŪLYMAI.....	45
LITERATŪRA	48
SANTRAUKA.....	61
SUMMARY	62
PRIEDAI.....	63
1 priedas. Euro Stoxx Banks indekso sąrašas	63
2 priedas. Euro Stoxx Banks dividendai tenkantys vienai akcijai.....	64
3 priedas. Pearson tiesinės koreliacijos koeficiento interpretavimas	65
4 priedas. Regresijos duomenys prieš korekcijas.....	66
5 priedas. Regresijos duomenys iš jos išėmus INV rodiklį.....	66
6 priedas. Regresijos duomenys iš jos išėmus INV ir DAR rodiklius	66
7 priedas. Pakoreguotos regresijos duomenys	67
8 priedas. Bankų mėnesinis kintamumas proc. 2016-2020 m. laikotarpiu	67
9 priedas. Bankų mėnesinis kintamumo proc. pasiskirstymas 2016-2020 m. laikotarpiu, pagal dividendų mokėjimą.....	68

LENTELIŲ SĄRAŠAS

- 1 lentelė. Dividendų politikų empirinių tyrimų rezultatai
- 2 lentelė. Išsikeltų hipotezių palyginimas
- 3 lentelė. Atvejų analizės metodo privalumai ir trūkumai
- 4 lentelė. Pearson tiesinės koreliacijos koeficiento interpretavimas
- 5 lentelė. Analizuojamų tyrimų kintamieji
- 6 lentelė. Bankų dividendų mokėjimas, pagal metų rezultatus
- 7 lentelė. Bankų mokėjusių ir nemokėjusių dividendų rodiklių skirtumų analizė 2016-2020 m. laikotarpiu.
- 8 lentelė. Analizuojamų kintamųjų koreliaciją
- 9 lentelė. Regresinės lygties duomenys
- 10 lentelė. Regresinės lygties duomenys

PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

- 1 paveikslas. Dividendų sumos nurodymo būdai.
- 2 paveikslas. Dividendų skyrimo planas
- 3 paveikslas. Dividendų politikų grupavimas pagal įtaką akcijų kainai.
- 4 paveikslas. Akcijų kainų kintamumo analizės planas
- 5 paveikslas. Regresinės lygties schema
- 6 paveikslas. Tyrimo atlikimo planas.
- 7 paveikslas. ECB pranešimai spaudai
- 8 paveikslas. Euro Stoxx Banks indekso pokyčiai per 2016.01-2021.08 laikotarpį
- 9 paveikslas. Euro Stoxx Banks vidutinė akcijos kaina ir vidutiniai dividendai tenkantys vienai akcijai (2016 –2020m. laikotarpiu)
- 10 paveikslas. Euro Stoxx Banks nemokėjusių dividendų skaičius 2016 – 2020 m. laikotarpiu
- 11 paveikslas. Pasirinktų bankų vidutinės metinės akcijų kainos pokyčiai 2016-2020 m. laikotarpiu
- 12 paveikslas. Bankų akcijų kainos mėnesinis kintamumas proc. 2016-2020 m. laikotarpiu

ĮVADAS

Temos aktualumas. Bankai yra neatsiejama ekonomikos dalis, kuri atlieka svarbų tarpininkavimo vaidmenį ir užtikrina nenutrūkstamą pinigų judėjimą. Dėl šios priežasties bankų dividendų skyrimas gali turėti įtakos ne tik tiesiogiai su banku susijusioms šalims, bet ir bendrai visam pinigų judėjimo mechanizmui. Europos Centrinis Bankas (ECB) rūpinasi Euro zonos bankų dividendų skyrimu ir kontroliuoja, kad pavieniai bankų sprendimai dėl dividendų mokėjimo neturėtų neigiamos įtakos šalių ekonomikai. Bankinis sektorius prie akcininkų ir įmonės interesų taip pat turi atsižvelgti į ekonominę padėtį, kuri gali koreguoti dividendų išmokėjimo planus. 2020 m. kovo 12 d., dėl pasaulinės pandemijos, siekiant sustiprinti bankų galimybės panaudoti nepaskirstytą pelną, ECB paskelbė rekomendacijas bankams neskirti dividendų. Rekomendacija neskirti dividendų, pagal 2021 m. liepos 23 d. ECB spaudos pranešimą, galioja iki 2021 m. rugsėjo 30 d. Dividendų reguliarus skyrimas, manoma, kad turi teigiamos įtakos bankų akcijų kainoms, todėl tokia bendra rekomendacija gali daryti neigiamą įtaką Euro zonos bankų akcijų kainoms ir signalizuoti apie prastą bankų situaciją.

Akcijų kainų kintamumas yra neišvengiama rinkos rizika, su kuria susiduria visi investuotojai, todėl yra labai svarbu pastebėti ženklus, kurie gali padėti nuspėti įmonės akcijų kainų pokyčius ir leisti investuotojams priimti palankius sprendimus. Akcijų rinkos kainoms įtaką daro begale veiksnių: nuo vidinių, susijusių su įmonės vadovybe, produkcija ir kt., iki išorinių, susijusių su infliacija, paklausa, pasiūla, pandemija ir kt., todėl ištirti kas daro įtaką akcijų kainoms yra iš ties sudėtinga. Mokslinėje literatūroje dividendų poveikis akcijų rinkos kainoms yra plačiai aptarinėjama tema. Atlikta daug tyrimų, kurių metu buvo bandoma nustatyti kaip dividendų mokėjimas veikia įmonių akcijas. Skirtingi tyrimai pateikia skirtingas dividendų poveikio akcijų kainoms išvadas.

Analizuojamos temos ištyrimo lygis: Dividendai yra analizuojami jau ilgą laiką, tačiau autoriai pasidalino į dvi stovyklas. Vieni kurie nustatė, kad dividendų politika neturi įtakos akcijų kainai: Miller ir Modigliani (1961), Myers (1984) Brigham (1991), Brennan (1970), DeAngelo ir DeAngelo (1992), Goergen (2005).

Kiti kurie teigia, kad dividendų politika turi įtakos akcijų kainai: Elton ir Gruber (1970), Baker ir Wurgler (2004), Lintner (1956), Miller ir Scholes (1982), Akerlof (1970), Jensen ir Meckling (1976), Jensen (1986), Fama ir French (2001), Demsetz (1983), Jensen (1986), Schleifer, Vishny (1997), Dongas (2005), Graham ir Kuymar (2006), Denisas ir Obosovas (2008), Fama ir Babiack (1968), Healy ir Papelu (1988), Litzenberger ir Ramasvanija (1979), Kalay (1980), Bootha ir Johnson

(1984), Bhattacharya (1979), Taylor (1979), Miller ir Rock (1985), DeAngelo ir kt. (1992), Dennis ir Obosov (2008), Rozeff (1982), Schooley ir Barney (1994), Bulkowski (2013).

Darbo naujumas: Tiriama dividendų mokėjimo apribojimo Euro zonos bankiniame sektoriuje problematika Covid-19 pandemijos metu, kuri dar nėra plačiai analizuojama kitų autorių.

Darbo problema: Kokią įtaką įmonių akcijų rinkos vertei daro dividendai. Ar dividendų mokėjimo apribojimas pandemijos laikotarpiu galėjo turėti įtakos akcijų kainai.

Darbo objektas: Euro zonos bankų dividendai ir jų įtaka akcijų rinkos kainoms.

Darbo tikslas: Ištyrus dividendams įtaką darančius veiksnius ir dividendų politikos problematiką, sukurti modelį, padėsiantį įvertinti dividendų įtaką Euro zonos bankų akcijų rinkos kainoms Covid-19 pandemijos laikotarpiu ir pateikti tyrimo išvadas.

Darbo tikslui pasiekti iškeliami uždaviniai:

1. Išanalizuoti dividendų politikų įvairovę, jų galima poveikį akcijų rinkos kainai ir besiformuojančią problematiką teoriniu aspektu.
2. Sukurti dividendų poveikio akcijų rinkos kainai vertinimo metodologiją ir jos pagalba iširti dividendų mokėjimo apribojimus kriziniais periodais.
3. Įvertinti dividendams įtaką darančius veiksnius ir dividendų įtaką akcijų kainoms pandemijos laikotarpiu.

Tyrimo metodai: Mokslinės literatūros apžvalgai naudoti metodai – mokslinės literatūros analizė, mokslinių tyrimų rezultatų sisteminimas, bei klasifikavimas. Duomenys rinkti naudojant stebėjimo metodus. Tyrimo rezultatams pateikti naudojami kiekybiniai metodai – aprašomoji statistika, kintamumo analizė, koreliacinė analizė, regresinė analizė.

Darbo struktūra: Pirmoje darbo dalyje aprašoma dividendų politikos problematika ir dividendų poveikis akcijų rinkos kainai. Antra dalis skirta aptarti moksliniams tyrimams, kurie buvo vykdomi šia tema. Trečia dalis susideda iš atlikto tyrimo, kurio metu nustatyta bankinio sektoriaus akcijų kainų priklausomybė nuo dividendų išmokėjimo.

1. DIVIDENDŲ POLITIKOS PROBLEMATIKA IR POVEIKIS AKCIJŲ RINKOS VERTEI

Dividendų politika yra neatsiejama kiekvienos pelningai veikiančios įmonės finansinių ataskaitų tvirtinimo dalis. Įmonės vadovybė tvirtindama finansines ataskaitas turi nutarti kaip paskirstyti įmonės pelną, deja vieningos nuomonės koks vadovybės sprendimas yra tinkamiausias kol kas nėra. Taip pat dar nėra rasta tokia vieninga dividendų mokėjimo politika kuri tiktų visoms įmonėms, todėl kiekviena įmonė turi vertinti esamą situaciją individualiai. Pelno paskirstymas yra svarbus įmonės tolimesnei veiklai, nes tai kaip bus paskirstytas pelnas gali turėti įtakos tolimesnei įmonės veiklai. Pelno palikimas įmonėje reikštų didesnes įmonės investicijas ir padidėjusią įmonės vertę, kas tiesiogiai koreliuoja su akcininkų turimo turto didėjimu. Nepaisant to, neretai įmonės vadovybės ir akcininkų nuomonė dėl mokamų dividendų išsiskiria. Akcininkai yra labiau linkę išsimokėti dividendus nei padidinti įmonės kapitalą, o tuo tarpu įmonės vadovybė nori padidinti įmonės investicijas kas ilgainiui gali padidinti įmonės ateinančių laikotarpių pelną.

1.1 Dividendų svarba akcininkams ir tolimesnei įmonės plėtrai

Dividendų sąvoka finansų pasaulyje jau ilgą laiką yra gana plačiai aptarinėjama. Dividendai yra vienas iš dažniausiai naudojamų būdų, norint „išgryninti“ įmonės turimą turtą ir pasidalinti juo su investuotojais. Ilgainiui analizuojant dividendus, jų išmokėjimo savybės buvo suskirstytos į tam tikras dividendų mokėjimo politikas, kitaip tariant dividendų politika yra dividendų mokėjimo nustatymo tvarka kuria įmonė vadovaujasi išmokant dividendus. Lietuvos įstatymai ir teisės aktai neįpareigoja bendrovės sukurti bei patvirtinti konkrečios dividendų politikos. Bendrovė turi galimybę pati pasirinkti kaip jai elgtis – įmonei nusprendus sukurti tam tikrą dividendų mokėjimo strategiją, dividendų politiką galima įtvirtinti bendrovės įstatuose (Martišiūtė, Vaškelaitis, 2010).

Ilgainiui yra pastebėta, kad vadovybė yra linkusi mokėti dividendus ir laikytis pastovumo jų mokėjime. Vadovai nenori mažinti dividendų išmokų, net esant finansiniams sunkumams. Kaip teigia, Lestari (2018) akcininkai ir potencialūs investuotojai nuspręš investuoti, jei pamatys įmonės gebėjimą generuoti dividendus. Be to, dividendai didinami tik tuo atveju, jei bendrovės vadovybė yra įsitikinusi, kad galima išlaikyti aukštesnius dividendų mokėjimo lygius (Frankfurtera, Wood, 2002). Taip pat dividendai suteikia galimybę įmonėms patenkinti investuotojus, siekiančius pelningumo esant žemoms palūkanų normoms, ypač jei įmonė buvo pasirengusi leisti dividendus (Brady, Faulkner, Heinrich, 2018). Dividendai taip pat yra svarbūs vertinant įmonės akcijų kainą.

Investuotojai norėdami nustatyti akcijų kainą prie esamos kainos prideda spėjamus ateityje įmonės mokamus dividendus (Kragt, Jong, Driessen 2019). Tačiau yra manančių, kad dividendų politika yra nesvarbi, o pagrindinis taip manančių argumentas, kad įmonės vertė turėtų būti nustatyti pagal įmonės pagrindinės veiklos pajamas ir verslo riziką. Tokiu atveju vertė priklausytų tik nuo gaunamų pajamų, o ne nuo to, kaip pajamos paskirstomos tarp dividendų ir nepaskirstytojo pelno (Al Masum, 2012). Kalbant apie akcijų kainų priklausomybę nuo dividendų mokėjimo, Bulkowski (2013) teigia, kad įmonių kurios sumažina dividendus akcijos ženkliai sumažėja, todėl tuomet į jas labiausiai verta investuoti.

Dividendų sprendimas laikomas svarbiu tiek įmonei, tiek investuotojams, nes jis daro tiesioginę įtaką pagrindiniams verslo rodikliams, tokiems kaip įmonės kapitalo struktūra, augimo potencialas ir akcijų kaina (Jakob, Nam 2019). Nuo to kaip vadovybė nusprendžia paskirstyti grynąjį pelną ar jį išmokėti akcininkams, ar palikti įmonėje investuotojai gali susidaryti įvairias interpretacijas. Jeigu vadovybė nusprendžia dividendus mažinti, tai gali būti suprantama kaip vadovybės manymas, kad įmonė ateinančiais laikotarpiais gaus mažesnę finansinę grąžą ir jos pelnas mažės ir įmonei reikia didinti kapitalą, todėl investuotojai į tokią naujieną gali reaguoti neigiamai. Iš kitos pusės dividendų mažinimas gali būti suprastas kaip įmonės investicijų, kurioms reikės papildomų vidinių lėšų, atsiradimas. Bulkowski (2013) atliktame tyrime nustatyta, kad sumažinus dividendus arba juos panaikinus įmonės akcijų vertė ženkliai smunka. Todėl autorius teigia, kad turėti dividendus mokančių įmonių akcijų yra geriau nei akcijas įmonių kurios dividendų nemoka. Dėl šios priežasties įmonės kurios moka dividendus yra puikus variantas investuotojams kurie nėra linkę rizikuoti. Black (1976) teigia, kad įmonės moka dividendus tam, kad apdovanotu esamus akcininkus ir padrašintų kitus pirkti šios įmonės akcijas. Dėl šios priežasties, jeigu įmonės tikslas yra pritraukti naujų investuotojų, dividendų mokėjimas yra viena iš greičiausių ir lengviausių priemonių tai padaryti. Neretu atveju dividendų mokėjimas taip pat padidina įmonių akcijų kainą. Dividendų padidėjimas dažniausiai daro teigiamą įtaką įmonės akcijų kainoms ir investuotojams signalizuoja apie teigiamą įmonės būklę. Tačiau kaip teigia Fairchild (2010), dividendų padidėjimas gali būti vertinamas kaip neigiamas signalas ir interpretuojamas, kaip įmonės augimo galimybių trūkumas. Dėl šios priežasties yra labai svarbu atrasti balansą, kad dividendų mokėjimas nesudarytų apgaulingos nuomonės apie įmonės plėtros galimybes ir neišgąsdintų investuotojų.

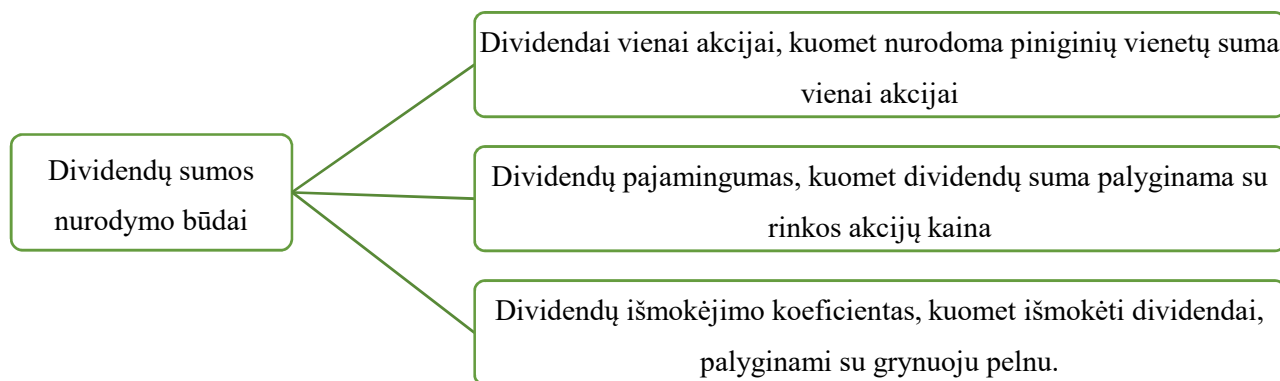
Dividendai yra vienintelis įprastas būdas perleisti įmonės turtą akcininkams. Dividendai yra proporcingas įmonės turto paskirstymas akcininkams pagal dabartinį ir sukauptą grynąjį pelną (Omerhodžic, 2014). Lintner metodas pabrėžia, kad dividendų politika nėra vienoda ir vadovai laikosi nuomonės:

- Kad įmonės turi pasiekti ilgalaikio išmokėjimo koeficientą;
- Pelnas yra pagrindinis veiksnys, paaiškinantis dividendų mokėjimą;
- Nenoriai koreliuoja dividendų išmokėjimą su firmų pelnu;
- Labiau orientuojasi į dividendų mokėjimo normą ir į tai, kaip ji keičiasi, nei nuo dividendų išmokėjimo sumos;
- Investicijų politika turi tik nedidelę įtaką dividendų politikai (Severin, Jardin, 2011).

Išmokami dividendai yra skirstomi pagal savo pobūdį į tris pagrindines grupes – dividendų mokėjimas grynaisiais pinigais, dividendų mokėjimas akcijomis ir dividendų mokėjimas turtu. Dažniausiai naudojamas yra pirmasis variantas, kuomet akcininkai susirinkimo metu nusprendžią kurią pelno dalį skiria dividendų mokėjimui ir vėliau perveda šią sumą kiekvienam akcininkui individualiai pagal jo turimas akcijas į jo sąskaitą. Dividendai yra apmokestinami gyventojų pajamų mokesčiu, kuris šiuo metu dividendams yra taikomas 15 proc. Antru variantu dividendai išmokami kaip papildomos akcijos. Šis būdas gali būti patogus dėl galimo mokesčių pranašumo. Trečias variantas yra rečiausiai pasitaikantis, kuomet akcininkai dividendus gauna kompanijos turimais investiciniais vertybiniais popieriais, materialiuoju ar nekilnojamu turtu. Svarbu paminėti, kad dividendų mokėjimas nėra privalomas, o įmonės gali pelną palikti įmonėje tokiu būdu padidindamos kapitalą. Kuomet pasirenkama dividendus mokėti pinigais, dividendų suma gali būti nurodyta, trimis būdais – dividendai vienai akcijai, dividendų pajamingumo norma, dividendų išmokėjimo koeficientas (Omerhodžic, 2014) (žr. 1 pav.).

1 paveikslas

Dividendų sumos nurodymo būdai.



Šaltinis: sudarytas darbo autorės, remiantis Omerhodžic, 2014.

Taip pat svarbu paminėti, kad yra tam tikri dividendų mokėjimo apribojimai. Akcinių bendrovių įstatyme nurodyta, kad visuotiniam akcininkų susirinkimui draudžiama skelbti ir išmokėti dividendus, jei:

- Bendrovės nuosavas kapitalas yra mažesnis ar po dividendų išmokėjimo taptų mažesnis už įstatinio kapitalo, rezervų, kurių negalima paskirstyti, ir atidėtųjų išlaidų sumą;
- Jei bendrovė yra nemoki ar išmokėjusi dividendus taptų nemokia;
- Jeigu balanse yra įrašyti nuostoliai, visuotinis akcininkų susirinkimas neturi teisės skelbti ir išmokėti dividendų, tol kol nuostoliai nebus padengti.

Todėl yra labai svarbu prieš mokant dividendus atsižvelgti į įmonės finansinę būklę ir užtikrinti, kad dividendų išmokėjimas neturės neigiamos įtakos įmonės turimiems įsipareigojimams padengti. Įmonės gerovė turėtų būti pirmiau, už akcininkų norą gauti įplauką (žr. 2 pav.).

2 paveikslas

Dividendų skyrimo planas



Šaltinis: sudarytas darbo autorės.

Apibendrinant galima teigti, kad dividendų mokėjimas yra svarbi įmonės veiklos dalis, kuri padeda akcininkams pasidalinti įmonės turtą. Jeigu įmonė atitinka akcinių bendrovių įstatyme nurodytus reikalavimus, kurie reikalingi norint visuotinio akcininkų susirinkimo metu skirti dividendus, tuomet akcininkai gali pasidalinti įmonės uždirbtą pelną. Dividendai taip pat leidžia interpretuoti įmonės finansinę būklę. Dauguma autorių dividendus apibūdina kaip įmonės turtą kuris paskirstomas akcininkams pagal jų turimas akcijas. Atlikti tyrimai rodo, kad išvados apie dividendų mokėjimą ir nemokėjimą skirtingų autorių išsiskiria. Vieni teigia, kad mokami dividendai padidina akcijų kainą ir investuotojams signalizuoja apie gerą įmonės finansinę būklę. Kitų nuomone mokami dideli dividendai gali signalizuoti apie mažėjančias įmonės augimo galimybes. Tuo tarpu, jeigu įmonė nusprendžia dividendų nemokėti, tai gali būti interpretuojama ne tik kaip planuojami prastesni įmonės finansiniai rezultatai ateinančiais laikotarpiais, bet ir kaip planuojamos investicijoms kurioms reikia papildomų lėšų. Todėl jeigu įmonės pajamos nėra pastovios, įmonė gali nebūti linkusi išmokėti

dividendų, kad vėliau netektų susidurti su finansiniais nepatogumais. Taip pat nustatyta, kad akcininkai dažniau yra linkę investuoti į įmonės kurios moka dividendus, tačiau vadovybė žinodama tokią tendenciją neturėtų bet kokia kaina mokėti dividendų tik tam kad patenkintų akcininkus. Nors, kaip teigia kai kurie autoriai, dividendai patys iš savęs yra akcininkų norų patenkinimas, tačiau įmonės vadovybė turi atsižvelgti į įmonės finansinę būklę ir turimus pinigus ir įsipareigojimus ir priimti racionalius sprendimus kurie padėtų įmonės tolimesnei veiklai, o ne patenkintų akcininkų norus. Vienas iš pagrindinių dalykų ko vadovybė turėtų stengtis išvengti, tai, kad dividendų išmokėjimas nepakenktų įmonės tolimesnei veiklai ir tuo labiau neprivestų įmonės prie nemokumo ar bankroto.

1.2 Dividendų politikos teorijos

Dividendų politika bendrai yra suprantama kaip bendrovės nuostatos, kuriomis remiantis įmonė priima sprendimus kaip paskirstyti turimą įmonės pelną. Kiekvienos įmonės tikslas yra kuo efektyviau panaudoti turimus išteklius ir, kad jie atneštų kuo didesnę grąžą, todėl dividendų skyrimas turėtų būti vertinamas kaip svarbus žingsnis turintis įtakos įmonės tolimesnei veiklai. Taip pat svarbu nepamiršti, kad esami ir būsimi investuotojai stebi įmonės dividendų skyrimą ir iš to susidaro tam tikras prielaidas apie įmonės finansinę būklę bei susidaro įspūdį apie įmonės ateities prognozes. Tai taip pat gali turėti įtakos investuotojui sprendžiant ar įmonės akcijas norėtų turėti savo portfelyje, ar geriau į šią įmonę neinvestuoti.

Per pastarąjį šimtmetį atsirado trys pagrindinės dividendų ir akcijų ryšį apibūdinančios mokyklos:

1. Viena dividendus vertina kaip patrauklius ir darančius teigiamą įtaką akcijų kainai;
2. Kita mano, kad akcijų kainos neigiamai koreliuoja su dividendų išmokėjimo lygiais;
3. Trečioji teorijų grupė teigia, kad tvirta dividendų politika nėra svarbi vertinant akcijų kainą (Frankfurtera, Wood, 2002).

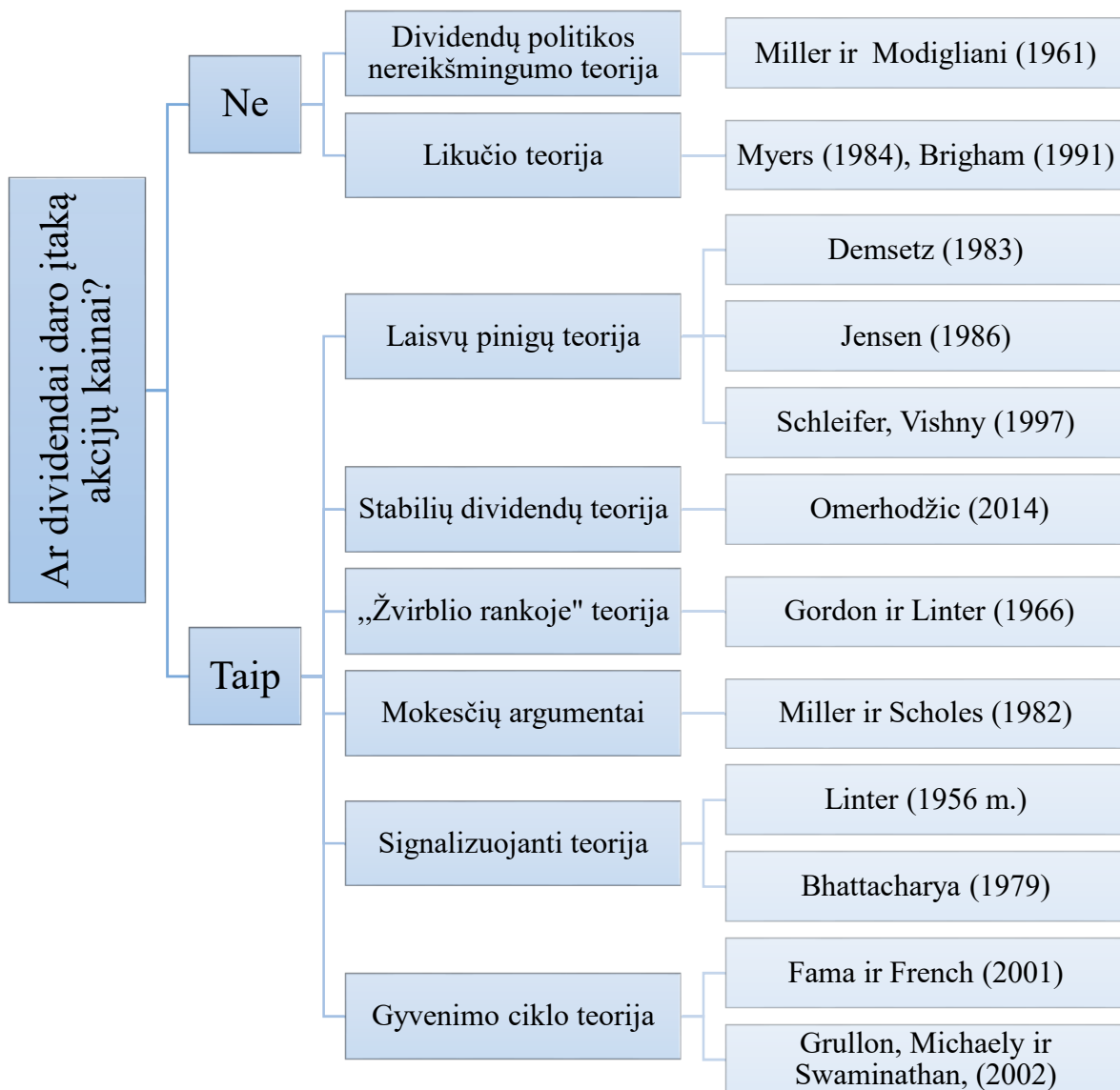
Visos šios trys teorijos yra plačiai analizuojamos ir tiriamos dar iki šių dienų. Beveik kiekvieno atliekamo tyrimo išvados yra priskiriamos į vieną iš šių trijų dividendų ir akcijų kainos koreliavimo mokyklų. Visas šias tris teorijas galima suskirstyti į dvi grupes, kad dividendai turi arba neturi įtakos akcijų kainai.

Nors dividendai yra analizuojami jau ilgą laiką, vieningos nuomonės apie jų įtaką akcijų kainai rasti nepavyksta. Dar nerasta vieninga dividendų politika, kuri tiktų visoms įmonėms, todėl skirtingi autoriai teikia skirtingas dividendų politikos teorijas. Dividendų politikos teorijos, kaip ir autoriai, susiskirstė į dvi stovyklas. Vienos teorijos remiasi tuo, kad dividendai turi įtakos akcijų kainai, kitos teigia, kad dividendai neturi įtakos akcijų kainai. Taip pat išsiskiria dividendų politikos, kurios neturi

nuomonės apie dividendų įtaką akcijų kainai. Dažniausiai autorių išskiriamos kelios pagrindinės dividendų politikos teorijos kurios plačiai analizuojamos (žr. 3 pav.). Didžioji dalis plačiai analizuojamų teorijų, teigia, kad dividendai turi įtakos akcijų kainai.

3 paveikslas

Dividendų politikų grupavimas pagal įtaką akcijų kainai



Šaltinis: sudarytas darbo autorės.

Dividendų politikos nereikšmingumo teorija (angl. Irrelevance theory), yra viena iš dažniausiai aptarinėjamų dividendų mokėjimo teorijų. Jos pradininkais laikomi Miller ir Modigliani (1961), kurie teigia, kad dividendų politika neturi įtakos akcijos rinkos kainai. Tai reiškia kad

akcininkai gali pasirinkti bet kokią dividendų mokėjimo variantą. Ši teorija veikia tobulose ir efektyviose kapitalo rinkose. Pagrindiniai šios teorijos teiginiai yra, kad dividendų politika neturi įtakos akcijos rinkos kainai ir, kad investuotojai gali nulemti bet kokią dividendų išmokėjimo variantą (Miežytė, Skavickienė, 2004). Taip pat Miller ir Modigliani (1961) atliktas tyrimas rodo, kad dividendų ryšys tarp dividendų politikos ir akcijų kainų svyravimo neegzistuoja. Šios teorijos vienas iš pagrindinių argumentų yra tai, kad jeigu akcininkai nori išsigryninti pinigus, tai gali padaryti tiesiog pardavę dalį turimų akcijų.

Likučio teorija (angl. Residual theory) savo išvalgomis turi panašumą į anksčiau minėtą dividendų politikos nereikšmingumo teorija, nes pagal likučių teoriją dividendų dydžiui neturėtų būti skiriamas didelis dėmesys, o kur kas svarbiau yra investicijos į tolimesnę įmonės veiklą (nepaskirstyto pelno didinimą). Pagal šią teoriją įmonės dividendus turėtų apskaičiuoti iš grynujų pajamų atėmus nepaskirstytą pelną reikalingą finansuoti naujas investicijas. Įmonė turėtų išmokėti dividendus tik tuo atveju, jei turimas pelnas yra didesnis nei reikia optimaliam kapitalo biudžetui palaikyti (Brigham, 1991). Pagal šią teoriją įmonės prioritetą turėtų būti kapitalo didinimas ir tik tada dividendų išmokėjimas. Dėl šios priežasties likučio teorija turi panašumo su laisvų pinigų teorija.

Laisvų pinigų teorija teigia, kad dividendų politika atsiranda dėl interesų konflikto tarp akcininkų ir vadovų. Laisvi pinigai atsiranda tada, kai įmonė turi pakankamai grynujų pinigų ir reikia nuspręsti kaip juos paskirstyti ar dividendų išmokėjimui ar išleisti juos investicijoms (Pontoh, 2014). Akcininkai nepasitikėdami įmonės vadovybe dažnai yra linkę papildomus grynus pinigus išmokėti dividendams vietoj to, kad jie būtų paskirstyti vadovybės nuožiūra. Kaip apibūdina šia dividendų politiką Guizani (2017), pagrindinis dividendų vaidmuo yra mažinant grynujų pinigų perteklių ir mokėdami didelius dividendus vadovai laikosi finansinės rinkos drausmės. Gunawan, Murhadi, Herlambang (2019) atliktas tyrimas patvirtina, kad laisvi pinigų srautai turi teigiamą įtaką dividendų išmokėjimo koeficientui. Lestari (2018) taip pat pritaria, kad kuo įmonė turi daugiau laisvų pinigų tuo didesni turėtų būti mokami dividendai. Ši teorija padeda akcininkams išvengti rizikos, kad įmonės turimos apyvartinės lėšos nebus panaudotos neefektyviai.

Stabilių dividendų teorija, yra viena iš primityviausių teorijų, kurios esmė yra, kad dividendų suma vienai akcijai iš eilės einančių laikotarpių turėtų būti tokia pati. Ši dividendų mokėjimo politika yra priimtina akcininkams, nes tokiu būdu jie gali lengvai planuoti ateinančių laikotarpių pinigų srautus. Taip pat ši politika gali pritraukti ir daugiau investuotojų, nes suteikia stabilumo ir pasitikėjimo, kad investuoti pinigai į įmonę palaipsniui grįš dividendais. Toks stabilumas pritraukia investuotojus, todėl manoma, kad tokia politika lemia akcijų rinkos kainos padidėjimą (Omerhodžić 2014).

„**Žvirbliu rankoje**“ teorijoje mokslininkai Gordon ir Lintner (1966) teigia, kad investuotojai norėdami apsidrausti rinksis dividendus, o ne būsimas pajamas, kurios nėra garantuotos. Dividendų gavimas akcininkams suteikia didesnę pasitikėjimą įmone ir jos veikla. Pagrindinė šios teorijos esmė yra, kad dividendai turi didesnę pridėtinę vertę nei kapitalo prieaugis (Ahmad, Iftikhar, Ejaz, Baig, Nadeem. Shahid, 2019). Investuotojai gali sumažinti riziką reinvestuodami savo pajamas į tą pačią įmonę ar kitas geresnes įmones, todėl sumažina riziką (Muriungi, Mwang, 2020). Ši teorija labiausiai tinka investuotojams kurie nori trumpalaikio efekto. Nes iš šios teorijos galima daryti išvadą, kad dividendų išmokėjimas trumpuoju laikotarpiu akcininkus tenkina labiau nei galimas įmonės augimas ir plėtimasis, kas gali lemti ir didėjančias įmonės akcijas ilguoju laikotarpiu.

Mokesčių lengvatų teorija teigia, kad jeigu kapitalo prieaugiui taikoma mažesnė mokesčių našta nei dividendams, investuotojai teikia pirmenybę įmonėms kurios reinvestuoja pinigų srautus į įmonę nei į tas kurios išmoka dividendus. Pagal šią teoriją, padidinus dividendus sumažėtų akcijų kaina padidėtų ir grąžos norma. Tačiau, kaip teigia Barros, Matos, Sarmiento (2020) mokesčiai daro įtaką tik sprendimui mokėti dividendus ar ne, tuo tarpu jų poveikis politikos stabilumui ir sumokėtai sumai nėra įtikinamas.

Signalizuojanti teorija (ang. Singaling dividend theory) kurios pradininkas kaip teigia Muriungi, Mwang (2020) savo straipsnyje, yra laikomas Lintner (1956) teigia, kad įmonės vadovybė žino daugiau apie įmonės ateities planus nei įmonės akcininkai. Taigi, dividendų signalizavimo hipotezė reiškia, kad įmonės, kurios padidina (sumažina) grynųjų pinigų dividendus, turėtų patirti teigiamas (neigiamas) kainų reakcijas (Baker, Powell, Veit, 2002). Todėl pagal šia teoriją, jeigu įmonės vadovybė skiria didesnius dividendus, galima daryti prielaidą, kad tikimasi gerų finansinių rezultatų ateityje. Remiantis šia teorija padidinus dividendus investuotojai yra linkę pirkti tokios įmonės akcijas, tikėdami įmonės sėkme. Jeigu vadovybė nusprendžia dividendus mažinti, investuotojai gali sureaguoti priešingai ir tai priimti kaip signalą, kad įmonei sekasi sunkiau ir pradėti tokias akcijas parduoti. Bhattacharya (1979) analizuodama šią teoriją akcentavo, kad svarbu, jog įmonės vadovybė nebūtų suinteresuota išmokėti dividendų tam, kad sukeltų lūkesčius investuotojams ir taip padidintų akcijų kainą. Tačiau Baker, Dutta, Saadi (2008) atliktame tyrime nustatyta, kad noras naudoti dividendus kaip signalizavimo priemonę rodo, kad, palyginti su kitų pramonės šakų įmonėmis, finansinės įmonės gali labiau paskatinti siųsti patikimus signalus išmokant dividendus apie būsimą pelningumą. To nepadarus, gali prarasti indėlininkų pasitikėjimą.

Gyvenimo ciklo teorija, pagrindinė šios teorijos esmė yra tai, kad paprastai įmonės moka dividendus, nes jų gyvenimo ciklas yra pike (Grullon, Michaely ir Swaminathan, 2002). Taip pat svarbu paminėti, kad bendrovės, kurios moka dividendus, dažniausiai yra stabilesnės ir labiau

įsitvirtinusios rinkoje. Gyvavimo ciklo teorija teigia, kad dividendus paprastai moka brandžios įmonės, nes jos turi didesnę pelningumą ir mažiau investavimo galimybių, o jaunos įmonės turi daug investavimo galimybių, todėl jos dividendus sulaiko (Swandari 2017). Miletić (2015) atliktame tyrime taip pat prieita prie išvadų kurios atitinka dividendų gyvavimo ciklo teoriją. Atlikto tyrimo metu nustatyta, kad įmonės su didesne nepaskirstytojo pelno proporcija yra brandžios įmonės, kurios paprastai finansuojamos išoriškai, todėl jos turi geresnes galimybes išmokėti didesnius dividendus. Lestari (2018) atliktas tyrimas taip pat pritaria, kad kuo įmonė stabilesne tuo didesnių dividendų galima tikėtis.

Klientų grupės efektas (angl. Clientele effect) kurios pradininkais laikomi Elton, Gruber (1970). Teorija teigia, kad yra investuotojų kurie pasirinkę investuoti į įmonę dėl jos specifinės dividendų mokėjimo politikos. Teorija teigia, kad skirtingi investuotojai ar akcininkai turi savo lūkesčius ir pageidavimus dėl dividendų išmokėjimo politikos, dėl to akcininkai linkę rinktis konkrečius poreikius tenkinančių įmonių akcijas (Raza, Ramakrishnan, Gillani, Ahmad, 2018). Kawano (2014) atlikto tyrimo metu patvirtinta klientų dividendų mokėjimo teorija. Atlikto tyrimo metu prieita išvados, kad asmenys racionaliai siekia didžiausios grąžos po mokesčių savo portfeliuose. Ši teorija išsiskiria iš visų kitų anksčiau minėtų tuo, kad nėra aiškiai nustatyta ar yra pritariama išvadoms, kad dividendų politika daro poveikį akcijų kainai ar dividendų politika neturi įtakos akcijų kainai.

Kiekviena iš aukščiau išvardintų teorijų yra plačiai nagrinėjama autorių kurie pateikia savo empirinių tyrimų rezultatus (žr. 1 lentelę). Pagrindinius kuriuos būtų galima išskirti, tai Lintner (1956) iškelta hipotezė, kad įmonių vadovai orientuojasi į dividendų išmokėjimo normą. Šiai hipotezei pritaria Healy ir Papelu (1988), kurie teigia, kad dividendų paskirstymas leidžia perduoti informaciją apie numatomą pelną. Tai patvirtina Litner (1956) kitą iškeltą hipotezę, kad pelnas yra pagrindinis veiksnys, paaiškinantis dividendus.

Dividendų galvosūkis yra vienas iš labiausiai ištirtų, tačiau neišspręstų finansų ekonomikos klausimų (Shao, Kwok, Guedhami, 2010). Kaip nustatė Muriungi, Mwang (2020) vykdytame tyrime, unikalios dividendų politikos, kuri tiktų visoms įmonėms, nustatyti gali būti neįmanoma, nes tai priklauso nuo daugybės įmonės rodiklių, tokių kaip dydis, pelningumas, likvidumas ir kt. Taip pat kiekviena įmonė yra individuali, todėl ir dividendų mokėjimas ar nemokėjimas yra individualus įmonės vadovybės pasirinkimas, nes jie geriausiai žino ko įmonei reikia ir kokie įmonės ateities planai. Tačiau kalbant apie dividendų politikos įtaką akcijų kainų svyravimus, ją galima apibendrinti Black (1976) teiginiu apie dividendų dëlionę (angl. The dividend puzzle), kad kuo įdėmiau mes žiūrime į dividendus, tuo labiau tai atrodo kaip dëlionė su detalėmis kurios tiesiog nedera kartu.

Autorius savo darbe apie dividendų dëlionę atsakydamas į klausimus: „Ką atskiras investuotojas turėtų daryti dėl savo porfolio dividendų?“ ir „Ką turėtų daryti kompanija dėl dividendų politikos?“ atsakė, kad mes tiesiog nežinome. Taip pat kalbant apie dividendų dëlionę ir dividendų mokėjimą kaip teigia Baker, Powell, Veit (2002), šiek tiek tiesos visuose dividendų teorijų paaiškinimuose, kodėl įmonės moka dividendus ar išperka akcijas bent jau kai kurioms įmonėms. Atliktame tyrime Brav, Graham, Harvey, Michaely (2005) nustatė, kad dauguma įmonių yra linkusios taikyti konservatyviają dividendų politiką, kurios esmė yra kraštutinis vadovybės nenoras mažinti dividendus. Kaip teigia autoriai, pačios įmonės dabar jas apklausus gailisi mokėdamos tokius didelius dividendus.

1 lentelė

Dividendų politikų empirinių tyrimų rezultatai

Autorius, pavadinimas ir hipotezės	Pagrindiniai empiriniai rezultatai
Miller ir Modigliani (1961) Dividendų politikos nereikšmingumo teorija Dividendai neturi jokios įtakos vertei.	Brennanas (1970) pabrėžia dividendų nemokėjimo politikos svarbą, kai dividendų apmokestinimas yra didesnis nei kapitalo prieaugio apmokestinimas. DeAngelo ir DeAngelo (1992) pabrėžia, kad įmonės, turinčios nuostolių, mažina dividendus, tačiau tai daro vėluodamos (nuostoliai yra būtinas, bet nepakankamas veiksnys, paaiškinantis dividendų sumažėjimą). Goergen ir kt. (2005) rodo, kad įmonės turi nustačiusios ilgalaikį dividendų santykio tikslą.
Elton ir Gruber (1970) Kliento efektas Sąlygos, kurioms esant investuotojas yra neutralus tarp akcijų pirkimo-pardavimo ir dividendų.	DeAngelo ir kt. (2004) pabrėžia, kad kliento efektas yra antros eilės veiksnys galintis paaiškinti dividendų politiką. Dongas ir kt. (2005) pabrėžia, kad individualūs investuotojai teikia pirmenybę dividendams, net jei dividendų apmokestinimas yra didesnis nei gyventojų pelno apmokestinimas. Graham ir Kuymar (2006) pabrėžia, kad mažmeniniai investuotojai nemėgsta mokėti dividendų akcijų, palyginti su tomis, kurios moka dalį akcijų.

1 lentelės tęsinys

Pavadinimas, autorius ir hipotezės	Pagrindiniai empiriniai rezultatai
<p>Baker ir Wurgler (2004) Dividendų premija</p> <p>Vadovai trumpuoju laikotarpiu koreguoja savo dividendų išmokėjimą, kad gautų naudos iš priemokos.</p>	<p>DeAngelo ir DeAngelo (2006) nustatė, kad polinkis mokėti dividendus yra teigiamai susijęs su bendru nepaskirstytojo pelno ir bendro nuosavo kapitalo santykiu, kuris yra įmonės gyvavimo ciklo etapo etapas.</p> <p>Denisas ir Obosovas (2008) nepastebi, kad polinkis mokėti dividendus gali būti paaiškinamas investuotojų elgsenos pasikeitimu dividendus mokančių akcijų atžvilgiu ar ne.</p>
<p>Lintner (1956) „Žvirblio rankoje“ teorija</p> <p>Įmonės linkusios koreguoti savo dividendus pagal siekiamą dividendą. Pelnas yra pagrindinis veiksnys, paaiškinantis dividendus. Vadovai orientuojasi į dividendų išmokėjimo normą. Investicijų politika turi nedidelę įtaką dividendų politikai.</p>	<p>Dividendų pajamingumo padidėjimo (sumažėjimo) tikimybė yra didesnė, kai pelnas didėja (sumažėja) (Fama ir Babiack, 1968).</p> <p>Healy ir Papelu (1988) teigia, kad dividendų paskirstymas leidžia perduoti informaciją apie numatomą pelną.</p>

Šaltinis: sudarytas darbo autorės, remiantis Severin, Jardin, 2011.

Apibendrinant visas dividendų mokėjimo teorijas galima teigti, kad dividendų politikos teorijos dar yra pilnai neišanalizuotos ir keliančios daug klausimų. Tačiau iš jau turimų dividendų politikos teorijų galima matyti, kad didžioji dauguma teorijų teigia, kad dividendų politika daro įtaką bendrovės akcijų kainai (žr. 3 pav.). Iš dividendų mokėjimo politikų kurios teigia, kad dividendai turi įtakos akcijų kainai didžioji dalis teorijų teigia, kad dividendų įtaką akcijų kainai yra teigiama. Tačiau nepriklausomai nuo to ar dividendų politika turi įtaką akcijų kainai, dividendų paskelbimas akcininkams gali padėti apsispręsti apie ateities investicijas. Dėl šios priežasties įmonėms yra svarbu turėti dividendų mokėjimo strategiją, kuri padeda priimti sprendimus apie ateinančių laikotarpių dividendų mokėjimą. Tokiu būdu esamiems ir būsimiems investuotojams būtų aiškesnė dividendų

mokėjimo politika ir jie galėtų jaustis stabiliau. Skirtingi investuotojai skirtingai gali interpretuoti dividendų mokėjimą ir, kaip jau buvo minėta, skirtingos teorijos pateikia skirtingas dividendų mokėjimo išvadas. Atsiradęs dividendų politikos aiškumas padėtų skirtingas nuomones turintiems investuotojams susidaryti bendrą vaizdą apie įmonės požiūrį į dividendų svarbą ir įvertinti ar investuotojo ir įmonės vadovybės požiūriai dividendų klausimu sutampa. Aiški dividendų mokėjimo politika padeda išvengti nesusipratimų tarp įmonės vadovybės ir akcininkų. Manoma, kad investuotojai dažniausiai mėgsta stabilumą dividendų mokėjimo srityje, todėl dividendų mokėjimo strategija padėtų jiems jaustis saugiau ir tokiu būdu akcininkai žinotų ko tikėtis ir tikėtina, kad būtų mažiau linkę parduoti tokias akcijas, lyginant su tokiais pačiomis įmonėmis kurios dividendų strategijos neturi. Apibendrinant galima teigti, kad dividendų politika yra svarbi ne tik akcininkams, kad galėtų vertinti įmonės veiklą, bet ir įmonei, kad lengviau pritrauktų naujų investuotojų.

1.3 Dividendų politikos pokyčiai kriziniais momentais

Įmonės vidaus veiksniai glaudžiai susiję su išoriniais veiksniais, kurie nebūtinai daro tiesioginę įtaką įmonei, tačiau vienaip ar kitaip pakeičia įmonės ateities planus. Būtent tai nutinka kriziniais laikotarpiais, kai planuotos įmonės išlaidos, investicijos ar plėtra pasikeičia dėl pasikeitusios ekonominės padėties.

Gunawan, Murhadi, Herlambang (2019) teigia, kad kuo geresnis yra įmonės valdymas, tuo labiau bendrovė bus linkusi mokėti daugiau dividendų. Nors nekriziniais laikotarpiais yra manoma, kad stipriau valdomos įmonės stengiasi mokėti kuo didesnius dividendus, tol kol tai nepakenkia įmonės ateities investicijoms. Siekiant kontroliuoti vadovus ir išvengti neefektyvaus pinigų panaudojimo, šalyse, kurių finansų sistema orientuota į rinką, vadovai turi paskatas suderinti savo interesus su akcininkų interesais, kad išlaikytų gerą reputaciją kapitalo rinkoje, kuri teigiamai atsispindės akcijų kainose (María, Esteban, 2001). Tačiau Kowalewski (2012) atliktame tyrime, kuriame tirta valdymo įtaką įmonei ir dividendams Lenkijoje finansinės krizės laikotarpiu, nustatyta, kad krizės metu geriau valdomos įmonės yra labiau linkusios mokėti mažesnius dividendus nei įmonės, kurios yra vertinamos kaip prasčiau valdomos. Šios išvados prieita, dėl to, kad įmonės kurios stipriau valdomos geriau valdo riziką, ir siekdamos apsaugoti įmones neaiškiu laikotarpiu, yra labiau linkusios išlaikyti pelną nei išmokėti dividendus, taip apsidraudžiant, kad turės pakankamai kapitalo. Dėl šios priežasties reikia gerinti aukščiausio lygio vadovų ir akcininkų finansinio švietimo kokybę, nes netinkami dividendų mokėjimo sprendimai turi įtakos įmonės veiklai, bet jų poveikis nėra momentinis.

Rhee, Park (2018) atlikto tyrimo metu nustatė, kad po krizinių laikotarpių mažoms įmonėms, kurių investicijų lygis yra didelis, dividendai yra lankstesni. Taip pat autoriai nustatė, kad po krizės įmonės yra labiau linkusios laikytis likučio dividendų teorijos ir labiau teikia pirmenybę investicijoms, o ne dividendų išmokėjimui. Tam pritaria ir Ilbasmis, Gronwald, Jun (2018), kurie atlikę tyrimą nustatė, kad krizė turi neigiamą koreliaciją su dividendų išmokėjimu. Tai reiškia, kad krizės laikotarpiu įmonės yra linkusios mažinti dividendus. Šiai hipotezei pritaria ir Hauser (2013), kuris atlikto tyrimo metu nustatė, kad nors dividendų mažinimas yra retas atvejis, rezultatai rodo, kad polinkis mažinti dividendus išaugo per finansų krizę. Taip pat įmonės ir po krizės nėra linkusios jų iš karto padidinti ar grąžinti į buvusių padėtį. Tai yra dėl to, kad po krizės įmonės dar išgyvena gyvatės įkandimo efektą, kuomet stengiamasi sugrįžti į prieš krizinę būklę ir norima sukaupti pakankamai kapitalo, kad pasiruošti iš anksto jeigu krizė vis dar turės neigiamos įtakos įmonės veiklai.

Taip pat nustatyta, kad dividendus labiau linkusios mokėti ir įmonės kurios turi nulines skolas (Miglo, 2020). Kaip teigia Lestari (2018) aukštas skolos lygis lemia mažesnę dividendų mokėjimą, nes įmonės nusprendžia geriau pasilikti lėšas sumokėti skolą, nei paskirstyti juos kaip dividendus. Tikėtina, kad esant nepalankioms makroekonominėms sąlygoms įmonės vengs skolų, ir nepalankios makroekonominės sąlygos greičiausiai sukels skolų konservatyvumą (Dang, 2013). Kragt, Jong, Driessen (2019) tyrimo rezultatai rodo, kad esant ilgiems laikotarpiams palūkanų norma svyravimus kompensuoja skirtumas tarp dividendų augimo tempo ir rizikos premijos korekcijos. Pandemijos laikotarpiu mažo atpirkimo, didelio sverto įmonės patyrė mažesnę rizikos pakoreguotą grąžą, nei bendrovės, turinčios didelę atpirkimo ir didelio sverto įtaką. Svarbus išskiriančių įmonių bruožas yra tas, kad jos buvo linkusios išmokėti daugiau dividendų (Aramonte, 2020). Taip pat Eugster, Ducret, Isakov, Weisskopf (2020) atliktame tyrime, kuriame analizuoja dividendus Covid-19 laikotarpiu nustatė, kad investuotojas perka akcijas penkias dienas iki buvusios dividendų datos ir pardavus ją buvusios dividendų dienos atidarymo metu, būtų uždirbę beveik dvigubą vidutinę grąžą lyginant su vidurkiu lygiavertėje prekyboje iki Covid-19 laikotarpio.

Gunawan, Murhadi, Herlambang (2019) atlikto tyrimo metu prieita prie išvados, kad įmonės dydis, svertas ir pelningumas turi reikšmingą neigiamą rezultatą dividendų išmokėjimo koeficientui. Priešinga išvada dėl įmonės dydžio prieita Matos, Barros, Sarmiento (2020) tyrime, kuriame buvo tirta ESG (aplinkos, socialiniai ir valdymo aspektų) įtaką dividendų politikos stabilumui Europoje, kurio metu pastebėta, kad didesnės įmonės moka didesnius dividendus. Taip pat kaip ir Gunawan, Murhadi, Herlambang (2019) tyrime, pastebėta, kad finansinis svertas turi atvirkštinę koreliaciją su dividendų pajamingumo išlaikymu. Matos, Barros, Sarmiento (2020) nustatė, kad ESG balų poveikis yra reikšmingas siekiant dividendų išmokėjimo koeficiento stabilumo. Bendrai tyrimo metu nustatyta,

kad aukštesni ESG balai atspindi geresnį ilgalaikį suderinimą su akcininkais ir kitomis suinteresuotosiomis šalimis dėl proporcingesnio stabilaus pelno pasidalijimo. Mustafa Al-Sharif (2020) atlikto tyrimo islamiškų bankų dividendų įtaką akcijų kainai metu nustatė, kad investuotojai, vertinantys rinkos stabilumą, turėtų pirmenybę teikia investicijoms į islamo bankų akcijas, kurios linkusios paskirstyti grynuosius pinigus pirmiausia dividendais. ECB rekomendacija pandemijos laikotarpiu neskirti dividendų iš ties turi įtakos akcijų kainai, nes kai kurie bankai jau buvo visuotiniame akcininkų susirinkime nusprendė, kad dividendai bus išmokėti, tačiau dėl šių rekomendacijų teko keisti planus. Dėl šios priežasties tiek esami tiek būsimi investuotojai reagavo į šią žinią neigiamai.

Pandemijos laikotarpiu įmonės susiduria su begale veiksnių kurios daro tiek tiesioginę, tiek netiesioginę įtaką įmonės veiklai. 2020 metais visą pasaulį apskriejusi Covid-19 pandemija taip pat sukėlė didelį įmonių vadovų susirūpinimą dėl vykdomos veiklos ir jos tęstinumo. Pandemija ekonomikai turi šiek tiek kitokią įtaką nei įprasta ekonominė krizė, nes pandemijos metu yra daugiau nežinomybės ir gyventojai yra linkę didinti taupymą ir kuo labiau minimizuoti vartojimą, kad pasiruoštų netikėtumams. Atitinkamai elgiasi ir įmonės. Įmonėms pandemijos akivaizdoje svarbu ne tik, kad įmonės veikla toliau veiktų kaip įprastai, tačiau ir tai, kad tiekėjų bei pirkėjų finansinė padėtis nenukentėtų. Svarbu, kad pirkėjai toliau būtų mokūs ir įmonei netrūktų apyvartinių lėšų iš kurių galėtų sumokėti tiekėjams. Dėl minėtų priežasčių dividendų mokėjimas pandemijos laikotarpiu neretai nukeliauja į antrą planą, dėl to, kad įmonei yra svarbiau užtikrinti mokumą. Siekiant sušvelninti finansinį susirūpinimą keliančiomis problemomis arba siekiant užtikrinti įmonių išlikimą, daugelis įmonių nusprendė atsisakyti tolimesnį dividendų išmokėjimą ir mieliau pasirinko laikyti grynuosius pinigus.

Dividendų mokėjimas pandemijos akivaizdoje yra pakankamai mažai ištirtas ir ne aiškiai žinomas reiškinys. Tačiau Cejnek, Randl, Zechner (2021) pastebi, kad priešingai nei tautosakoje teigiama, kad trumpuoju laikotarpiu dividendai yra sklandesni nei pajamos ar akcijų kainos, tuo tarpu kriziniai laikotarpiais yra priešingai. Kai kuriais atvejais įmonės negali paskirstyti akcininkams jokių dividendų finansų krizės metu (Suliman Al-Fasfus 2020). Tačiau kaip rodo Pettenuzzo, Sabbatucci, Timmermannas (2020) atliktas tyrimas, pandemijos metu sustabdyti dividendai turėjo didelės įtakos numatomam būsimam dividendų augimui ir taip pat padėjo numatyti staigų nuosmukį, pastebėta platesnės ekonominės veiklos atžvilgiu. Taip pat pastebėta, kad įmonės, turinčios didelį finansinį svertą ir mažą pelningumą yra labiau linkusios sustabdyti savo dividendus per pandemiją, kaip ir įmonės, kurių akcijų grąža buvo didžiausia iki dividendų paskelbimo dienos. Tai gali būti dėl dar didesnės ateinančių laikotarpių baimės, nes įmonės su mažu pelningumu turi mažesnę kapitalą nei

įmonės kurių pelningumas yra didesnis. Įmonės norėdamos pasiruošti kriziniams laikotarpiams yra labiau linkusios sukaupti kuo didesnę kapitalą, vietoj to, kad paskirstytų pelną dividendams. Nors atliktas tyrimas (Pettenuzzo, Sabbatucci, Timmermannas, 2020) rodo, kad dividendus sustabdžiusios įmonės patyrė didelę neigiamą nenormalią grąžą, o tuo tarpu įmonės, kurios gerokai sumažino, bet ne visiškai panaikino dividendus, per paskelbimo datą pastebėjo didelę teigiamą nenormalų grąžą. Tai rodo, kad dividendų mažinimas yra geresnė opcija nei visiškas dividendų panaikinimas. Šis tyrimas tik patvirtina Martišiūtė ir Vaškelaitis (2010) teiginį, kad ekonomikos sunkmečiu net ir mažų dividendų mokėjimas turi įtakos akcijų kursui ir net visai finansų rinkai, o dividendų nemokėjimas net gali lemti bendrovės akcijų kurso kritimą. Neretai bendrosios hipotezės apie dividendus kriziniais momentais pasikeičia (žr. 2 lentelę).

2 lentelė

Išsikeltų hipotezių palyginimas

Bendrai hipotezė	Hipotezių pasikeitimai kriziniu laikotarpiu
Kad kuo geresnis yra įmonės valdymas, tuo labiau bendrovė bus linkusi mokėti daugiau dividendų (Gunawan, Murhadi, Herlambang 2019).	Krizės metu kuo geriau yra valdomos įmonės tuo mažesnius dividendus yra linkusios mokėti (Kowalewski 2012).
Įmonės laikosi skirtingų dividendų mokėjimo politikų. Nuo Miller ir Modigliani (1961) hipotezės, kad dividendų politika neturi įtakos akcijos rinkos kainai, tai reiškia kad akcininkai gali pasirinkti bet kokį dividendų mokėjimo variantą, iki Omerhodžic (2014) teiginio, kad stabilus dividendų mokėjimas pritraukia investuotojus, todėl manoma, kad tokia politika lemia akcijų rinkos kainos padidėjimą.	Kriziniais momentais išsiskiria dvi skirtingos autorių nuomonės: 1.Krizės laikotarpiu įmonės yra linkusios mažinti dividendus (Ilbasmis, Gronwald, Jun, 2018 ir Hauser, 013). 2.Įmonių vadovai pandemijos metu ypač nenoriai mažina mokamus dividendus (Ali, 2021).
Įprastai įmonės nepaskirstytą pelną skirsto tarp investicijų (kapitalo didinimo) ir dividendų. Įmonė turėtų išmokėti dividendus tik tuo atveju, jei turimas pelnas yra didesnis nei reikia optimaliam kapitalo biudžetui palaikyti (Brigham, 1991).	Po krizės įmonės labiau teikia pirmenybę investicijoms, o ne dividendų išmokėjimui (Rhee, Park, 2018).

Šaltinis: sudaryta darbo autorės.

Ali (2021) tyrimo metu, kuriame buvo analizuojama dividendų politika pandemijos metu, nustatė, kad įmonių vadovai pandemijos metu ypač nenoriai mažina mokamus dividendus, nes nenori sudaryti neigiamos nuomonės apie įmonės finansinę būklę. Įmonės nenori, kad investuotojai susidarytų įspūdį, kad dividendų atsisakoma dėl paprastėjusios įmonės finansinės padėties ir stengiasi dividendais įrodyti, kad įmonės veikla nemato papildomų rizikų dėl veiklos tęstinumo. Todėl kaip teigia Ali (2021), atliktas tyrimas patvirtina signalizavimo teoriją. Jones (2020) straipsnyje teigiama, kad pandemijos laikotarpis dividendų atžvilgiu bus prasčiausias nuo pasaulinės finansų krizės. Apsidraudžiant dėl ateities neapibrėžtumo ECB Covid-19 pandemijos metu, rekomendavo nemokėti bankams dividendų už 2019 ir 2020 finansinius metus. Taip pat skatino bankus susilaikyti nuo akcijų išpirkimo, kuriuo siekiama atlyginti akcininkams. Kai kurie bankai kritikavo bendrą požiūrį ir tvirtino, kad juo nebuvo tinkamai atsižvelgta į konkrečias atskirų bankų ypatybes ir jų verslo modelius, todėl investuotojams į akcijas bus siunčiami neigiami signalai (Altavilla, Boehmann, Ryck, Dumitru, Grodzicki, Kick, Fernandes, Mosthaf, O'Donnell, Palligkinis, 2021). Visos šios rekomendacijos buvo atliktos siekiant padidinti bankų pajėgumą padengti nuostolius ir remti skolinimą namų ūkiams, smulkiajam verslui ir įmonėms. Dėl bankų svarbaus vaidmens visame krizės kontekste, svarbu pasirūpinti, kad jie būtų pajėgūs užtikrinti nenutrūkstamą skolinimosi grandinę.

Apibendrinant literatūrą apie dividendų mokėjimą kriziniais momentais galima teigti, kad įmonės yra labiau linkusios atsisakyti dividendų arba juos sumažinti, kad turėtų pakankamai lėšų tolimesnei veiklai. Taip pat nustatyta, kad įmonės, kurios turi mažiau skolų, yra linkusios mokėti didesnius dividendus. Krizių laikotarpiais matomas sumažėjęs skolinimasis, tačiau tai neatitinka teorijos apie padidėjusius dividendus, nes įmonės labiau nori kaupti pinigus, kad padengtų įsipareigojimus. Tai manoma yra dėl to, kad įmonės labiau linkusios kaupti kapitalą ir stengtis kuo labiau minimizuoti skolinimąsi, kad išvengtų palūkanų sąnaudų, nes visos papildomos išlaidos kriziniu laikotarpiu yra labai svarbios įmonės tolimesnei veiklai. Įmonės valdymas taip pat yra labai svarbus veiksnys darantis įtaką akcijų mokėjimui. Nustatyta, kad kuo stipriau valdoma įmonė, tuo didesnius dividendus ji yra linkusi išmokėti, tam kad kontroliuotų įmonės vadovus. Tačiau kriziniais laikotarpiais stipriau valdomos įmonės yra linkusios išmokėti mažesnius dividendus. Šis reiškinys pasireiškia dėl to, kad stipriau valdomos įmonės geba lengviau kontroliuoti rizikas, todėl siekia išvengti bet kokių finansinių nesklaidumų bei yra linkusios apsidrausti ir neaiškiu laikotarpiu palikti pinigus įmonėje. Be skolų ir stipraus vadovavimo nustatyta, kad ir įmonės dydis yra svarbus rodiklis kuris turi įtaką dividendų mokėjimui. Nustatyta, kad kriziniu laikotarpiu įmonės yra linkusios mažinti dividendus ar net iš viso juos panaikinti.

2. DIVIDENDŲ POLITIKOS POVEIKIO AKCIJŲ KAINOMS NUSTATYMO METODOLOGIJA

Per pastaruosius penkis dešimtmečius kritinė dividendų tyrimų masė buvo pagrįsta homo economicus racionalumu. Tai reiškia, kad dividendų mokėjimas apskritai ir tam tikra dividendų politika turi būti paaiškinta ekonominio žmogaus logika (Chiang, Frankfurter, Kosedag, Wood, 2006). Iš analizuotos literatūros galima daryti išvadas, kad vieningos nuomonės apie dividendų mokėjimo įtaką akcijų kainai nėra, todėl šio tyrimo metu bus siekiama nustatyti į Euro Stoxx Banks indekso skaičiavimą įtrauktų bankų dividendų įtaką akcijų kainai 2016 – 2020 m. laikotarpiu.

Taip pat bus atliekama ECB dividendų nemokėjimo rekomendacijų atvejo analizė, kuri gali apimti visą pramonę, vieną organizaciją ar tam tikrą organizacijos dalį ar kaip šiuo atveju konkretų sektorių. Pagrindinis atvejo analizės pranašumas yra tai, kad joje pateikiama daug išsamesnė informacija nei tai, ką galima naudoti kitais metodais, pavyzdžiui, apklausomis. Atvejo analizė taip pat leidžia pateikti duomenis, surinktus iš kelių metodų, pvz. apklausų, interviu, dokumentų apžvalga ir stebėjimas, ir tokiu būdu bendrai perteikti visą istoriją (Neale, Thapa, Boyce, 2006). Duomenys atvejo analizėje aprašomi istoriškai nuosekliai, atvejo pasakojimas visada aprašomas ir analitinis (Petrina, 2014). Pagrindiniai atvejo analizės privalumai yra tai, kad pateikiama išsami informacija ir pateikta informacija yra reikšminga ir aktuali, nes remiamasi tikrais faktais ir realiais įvykiais, pagrindiniai trūkumai, galima perteklinė informacija (žr. 3 lentelę). Taip pat atvejo analizės metodas skirtas pritaikyti gebėjimus realiose situacijose, taip naudojant jau turimas teorines žinias (Česnyienė, Laužikas, Miliūtė, Lobanova, 2010).

3 lentelė

Atvejų analizės metodo privalumai ir trūkumai

Privalumai	Trūkumai
Išsami informacija	Perteklinė informacija
Pristatoma įvairi, iš skirtingų šaltinių surinkta informacija	Analizė reikalauja daugiau laiko ir pastangų surinkti visa reikiamą informaciją
Pateikti duomenys gali būti surinkti iš kelių metodų (apklausos, interviu, ir kt.)	Dėl skirtingų atvejų analizės, sunku apibendrinti visa tyrimą, priimti vieną sprendimą / išvadą
Pateikta informacija yra reikšminga ir aktuali, nes remiasi tikrais faktais ir realiais įvykiais.	Atvejų analizė gali būti neefektyvi, jei analizuojami įvykiai yra labai skirtingi, yra susiję su skirtingomis problemomis ir veiklomis.

Šaltinis: Neale, Thapa, Boyce, 2006.

Siekiant įvertinti akcijų kainų kintamumą, bus pasitelkiamas kintamumo skaičiavimo metodas. Vienas iš populiariausių rodiklių, kuris yra naudojamas vertinant akcijų kainos kintamumą yra standartinis nuokrypis. Terminą standartinis nuokrypis pirmą kartą 1894 m. raštu pavartojo Karlas Pearsonas. Standartinis nuokrypis yra indeksas, nurodantis, kaip arti atskirų duomenų taškai telkiasi aplink vidurkį (Hassani, Ghodsi, Howell, 2010).

Standartinis nuokrypis skaičiuojamas pagal šią formulę:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum(x-\bar{x})^2}{(N-1)}} \quad (1)$$

Kurioje:

\bar{x} – empirinis vidurkis,

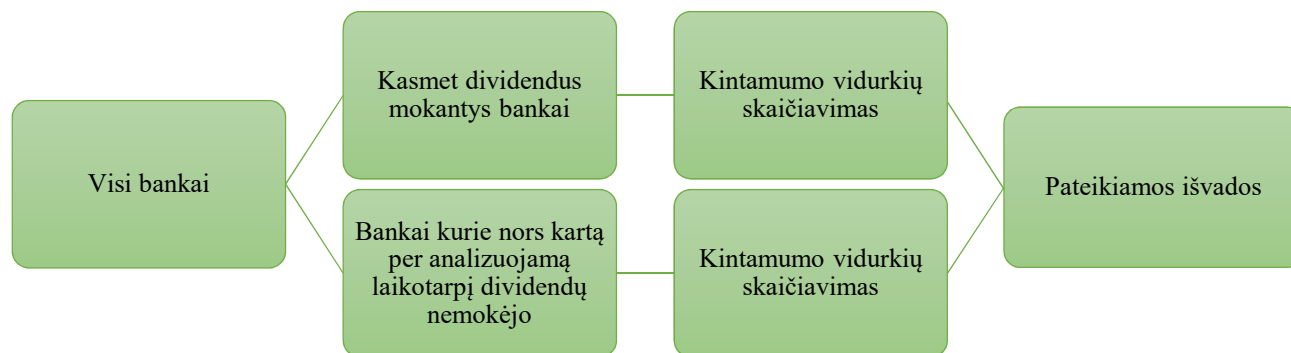
x – analizuojama reikšmė,

N – imtis.

Siekiant palyginti dividendus mokančius ir nemokančius listinguojamus bankus, visa imtis bus sudalinta į dvi grupes. Apskaičiavus kiekvienos grupės standartinį nuokrypi jis bus įvertintas, ir gauti duomenys palyginami (žr. 4 pav.).

4 paveikslas

Akcijų kainų kintamumo analizės planas



Šaltinis: sudarytas darbo autorės.

Siekiant išsiaiškinti dividendų ir akcijos kainos įtaką, bus skaičiuojama atskirtų kintamųjų tarpusavio koreliacija. Teigiamas koreliacijos koeficientas rodo, kad kintamieji susiję teigiamu ryšiu, tai yra, didėjant vieno kintamojo reikšmėms, didėja ir kito kintamojo reikšmės. Jei kintamieji susiję neigiamu ryšiu (koreliacijos koeficiento reikšmė neigiama), didėjant vienam kintamajam, kitas kintamasis mažėja (Pakalniškienė, 2012). Siekiant nustatyti kokio stiprumo yra koreliacinis ryšys tarp

tiriamų kintamųjų, tyrime bus naudojamas Pearson koreliacijos koeficiento interpretavimas (žr. 4 lentelę).

4 lentelė

Pearson tiesinės koreliacijos koeficiento interpretavimas

Neigiamos reikšmės	Aprašymas	Teigiamos reikšmės
0,00	„nėra“	0,00
-0,19 - -0,01	„labai silpnas“	0,01 - 0,19
-0,39 - -0,20	„silpnas“	0,20 - 0,39
-0,69 - -0,40	„vidutinis“	0,40 - 0,69
-0,89 - -0,70	„stiprus“	0,70 - 0,89
-0,99 - -0,90	„labai stiprus“	0,90 - 0,99
-1,00	„visiškai tikslus“	1,00

Šaltinis: Kasnauskienė, 2010.

Koreliacijos modelio pagalba taip pat bus siekiama nustatyti:

- Ar tarp dividendų ir skolos ir turto santykio egzistuoja stiprus ryšys.
- Ar tarp dividendų ir įmonės dydžio egzistuoja stiprus ryšys.
- Ar tarp dividendų ir pelno ir kapitalo santykio egzistuoja stiprus ryšys.

Taip pat tyrimo metu bus sudaromas regresinis modelis, kurio pagalba bus nustatoma dividendų įtaka akcijų kainai. Pontoh (2016) regresiniame modelyje kaip priklausomą kintamąjį pasirinko faktą ar įmonės moka dividendus ar nemoka dividendų. Nepriklausomus kintamuosius naudojo skolos ir turto santykį, nepaskirstyto pelno ir viso turto santykį, akcijos uždarymo kainą metų pabaigoje po įmonės veiksmų, gryno pelno ir viso turto santykį, ilgalaikio turto ir viso turto santykį. Tyrime nustatė, kad didesnis įmonių nepaskirstyto pelno ir viso turto santykis yra įmonių kurios moka dividendus ir, kad šios įmonės yra labiau subrendusios nei nemokančios dividendų.

Dereli ir Topak (2018) tyrime kaip priklausomą kintamą naudojo akcijų kainos grąžą. Nepriklausomi kintamieji buvo suskirstyti į dvi grupes, t.y. įmonės specifinius ir makroekonominis. Prie įmonės specifinių priskyrė bendrąjį dividendų išmokėjimo koeficientą, pinigų dividendų išmokėjimo koeficientą, turto apyvartos koeficientą, sverto rodiklį ir įmonės visą turta.

Makroekonominiai kintamieji tyrimui buvo pasirinkti bendrasis vidaus produktas, palūkanų norma ir valiutos kursas. Šiame tyrime prieita išvados, kad visi įmonės kintamieji, įskaitant ir dividendų mokėjimo politiką yra statiškai nereikšmingi paaiškinant akcijų kainai, kas tik patvirtina dividendų nereikšmingumo teoriją. Taip pat nustatyta, kad du iš makroekonominių kintamųjų (valiutos kursas ir bendrojo vidaus produkto augimas) turi įtakos įmonių akcijų kainai.

Rhee, Park (2018) atlikto tyrimo metu, kuriame tyrė dividendų reguliavimo greitį (SOA) nustatė, kad po krizės šis rodiklis padidėjo. Kaip teigia autoriai, padidėjęs SOA reiškia, kad įmonės moka dividendus lanksčiau reaguodamos į besikeičiantį pelną, o ne laikosi ilgalaikio stabilaus dividendų mokėjimo. Taip pat tyrimo metu išsiskyrė mažos įmonės, kurios po krizės dividendų moka mažiau ir yra linkusios labiau investuoti į tolimesnę įmonės veiklą ir padėti įmonei įveikti krizę.

El-Ansary, Gomaa (2012) tyrime, kuriame buvo analizuojama gyvavimo ciklo įtaka dividendams Egipto rinkoje, nustatė, kad grąžinto pelno ir viso nuosavo kapitalo santykis turi labai reikšmingą ir teigiamą poveikį dividendams, o bendras nuosavo kapitalo ir viso turto santykis neturi jokios įtakos.

Miletić (2015) atliktame tyrime nustatė, kad nepaskirstyto pelno ir viso nuosavo kapitalo santykis daro teigiamą reikšmingą poveikį dividendų išmokėjimo sprendimams. Šios išvados atitinka DeAngelo ir DeAngelo (2006) gyvavimo ciklo teorijos analizavimo metu prieitas išvadas (žr. 1 lentelę).

Guizani (2017) atliktame tyrime nustatė, kad įmonės kurios laikosi laisvų pinigų dividendų mokėjimo politikos yra linkusios labiau išmokėti laisvus turimus pinigus. Tokiu būdu užkirsdamos kelią vadovams piktnaudžiauti turimais ištekliais, nepadidinant akcininkų turto.

Lestari (2018) tyrė dividendų politiką Indonezijoje ir tyrimo metu nustatė, kad įmonės uždarbis teigiamai veikia dividendų mokėjimą, todėl kuo daugiau įmonė uždirba, tuo didesnė tikimybė, kad įmonė mokės didesnius dividendus.

Budiarso (2017) atlikto tyrimo metu, nustatė, kad įmonės, kurios moka dividendus, turi didesnę turto grąžą bei nepaskirstyto pelno ir turto santykį. Taip pat tyrimo metu nustatyta, kad dividendus mokančios įmonės turi daugiau turto ir yra pelningesnės už įmones kurios dividendų nemoka. Tai rodo, kad įmonėms užtenka vidinių lėšų užtikrinti augimą ir pelną gali skirti dividendams. Tai patvirtina anksčiau minėtą mintį, kad įmonės dydis turi teigiamą koreliaciją su įmonės mokamais dividendais.

Ahmad, Iftikhar, Ejaz, Baig, Nadeem, Shahid (2019) atliktame tyrime, nustatė, kad dividendų pajamingumas daro neigiamą įtaką akcijų kainai. Pelnas, tenkantis vienai akcijai, rodo reikšmingą teigiamą poveikį akcijų rinkos kainai ir visi kiti nepriklausomi kintamieji – dividendų pajamingumas,

nuosavo kapitalo grąžą ir išlaikymo koeficientas rodo reikšmingą, bet neigiamą įtaką akcijų kainai. Bendrai atliktas tyrimas patvirtina hipotezę, kad dividendų mokėjimas daro įtaką akcijų kainai.

Suliman Al-Fasfus (2020) tyrimo metu tirti Jordanijos bankai ir nustatyta, kad banko amžiaus ir dydžio įtaka dividendų išmokėjimui yra iš ties mažą, todėl galima teigti, kad banko dydis nėra svarbus rodiklis vertinant banko dividendų mokėjimą. Tyrimas taip pat parodė, kad įtakos dividendų mokėjimui Jordanijos bankuose nuo 2004 iki 2015 m turėjo laisvas pinigų srautas, likvidumas, sverto ir pelningumo veiksniai.

Majanga (2015) atliko Malači vertybinių popierių biržoje įtrauktų įmonių tyrimą, kurio metu tyrė dividendų įtaką akcijų kainai. Tyrimo metu nustatyta, kad tarp dividendų ir akcijų kainos yra reikšmingas teigiamas ryšys. Taip pat autorius laikosi nuomonės, kad akcijų kainą lemia kai kurie kiti nuo įmonės vadovybės nepriklausantys veiksniai, tačiau šie veiksniai nėra tokie stiprūs veiksniai darantys įtaką akcijų kainai kaip dividendai.

Mustafa Al-Sharif (2020) tyrė islamo valstybių bankų dividendų mokėjimo politikos ir akcijų kainų santykį. Tyrimo metu nustatė, kad didžiausią įtaką iš visų tirtų kintamųjų (žr. 5 lentelę) akcijų kainai daro grynųjų pinigų dividendai, nepaskirstytas pelnas ir akcijų dividendai. Šio tyrimo metu autorius patvirtina „žvirbio rankoje“ teoriją, kad akcininkai labiau suinteresuoti gauti dividendus grynaisiais pinigais. Taip pat atliktas tyrimas patvirtina, kad dividendų išmokėjimo politikos poveikis yra susijęs su tarpiniais kintamaisiais (skolos santykis, grynas pelnas, banko dydis), o akcijų ir dividendų ryšys yra statistiškai nereikšmingas.

Amidu (2007) tirdamas dividendų politikos įtaką Ganos viešai prekiaujamų akcijų biržai priklausančioms įmonėms, nustatė, kad egzistuoja teigiamus ryšius tarp turto grąžos, dividendų politikos ir pardavimų augimo. Tyrimo metu nustatytas neigiamas ryšys tarp turto grąžos ir dividendų išmokėjimo koeficiento. Tyrimas patvirtina hipotezę, kad dividendų politika yra svarbi įmonių veiklai.

Shchurina, Prunenka (2019) atlikto tyrimo metu, kuriame buvo tiriami Rusijos ir Kinijos bankų dividendai, gauti rezultatai rodo, kad komerciniai bankai turėtų atsižvelgti į keletą svarbių rodiklių: jų pelningumas, akcininkų lūkesčiai, buvusių dividendų modelis, akcininkų mokestinė padėtis, investavimo galimybes, kapitalo nuosavybės struktūrą ir patekimą į kapitalo rinkas. Kaip teigia Hanifa, Hamdan, Haffar, Mohamed (2018) bankai, turintys didesnes skolas normas moka mažiau dividendų. Todėl tyrimo metu svarbu atsižvelgti į skolos ir turto santykio koreliaciją su dividendais ir įsitikinti ar Euro zonos bankams tai taip pat yra aktualu.

Analizuojamoje literatūroje siekiant nustatyti dividendų įtaką akcijų kainai dažniausiai taikomas regresinės lygties modelis (žr. 5 lentelę).

5 lentelė

Analizuojamų tyrimų kintamieji

Autorius	Metodas	Priklausomas kintamasis	Formulė ir nepriklausomi kintamieji
Dereli ir Topak (2018)	Regresinė lygtis	Akcijų kainos graža	$SPR_{it} = \beta_{10} + \beta_{11}GDR_{it} + \beta_{12}ATO_{it} + \beta_{13}LEV_{it} + \beta_{14}SIZE_{it} + \beta_{15}GDP_{it} + \beta_{16}INT_{it} + \beta_{17}EXC_{it} + \varepsilon_{1,it}$ <ul style="list-style-type: none"> ✓ Bendrasis dividendų išmokėjimo koeficientas (GDR) ✓ Piniginių dividendų išmokėjimo koeficientas (CDR) ✓ Turto apyvartos koeficientas (ATO) ✓ Skola/turtas (LEV) ✓ Visas turtas (SIZE) ✓ Bendrasis vidaus produktas (GDP) ✓ Palūkanų norma (INT) ✓ Valiutos kursas (EXC)
Mustafa Al-Sharif (2020)	Regresinė lygtis	Akcijų kainos nepastovumas	$Y = \beta_0 + \beta_1X_1 + \beta_2X_2 + \beta_3X_3 + \beta_4X_4 + \beta_5X_5 + \beta_6X_6 + \varepsilon_i$ <ul style="list-style-type: none"> ✓ Piniginiai dividendai (X₁) ✓ Dividendai akcijomis (X₂) ✓ Nepaskirstytasis pelnas (X₃) ✓ Įsipareigojimai/turtas (padalintas iš 20) (X₄) ✓ Grynas pelnas/20(X₅) ✓ Turtas/20 (X₆)
Ahmad, Iftikhar, Ejaz, Baig, Nadeem, Shahid (2019)	Regresinė lygtis	Akcijos rinkos kaina	$SP = \beta_0 + \beta_1(DY) + \beta_2(RR) + \beta_3(EPS) + \beta_4(ROE) + \varepsilon$ <ul style="list-style-type: none"> ✓ Pelnas vienai akcijai (EPS) ✓ Pajamos/Kapitalas (ROE) ✓ Išlaikymo koeficientas (RR) ✓ Dividendų pajamingumas (DY)

Šaltinis: sudarytas darbo autorės.

Daugiau nei pusėje analizuotų tyrimų kaip vienas iš kintamųjų buvo naudotas skolos ir turto santykis. Šis kintamasis naudojamas siekiant pagrįsti arba paneigti anksčiau minėtą teoriją, kad kuo įmonė turi daugiau skolų, tuo mažiau dividendų ji moka. Daugumos tyrimų išvados pritaria šiai hipotezei ir teigia, kad kuo įmonė turi daugiau skolų, tuo labiau bus linkusi dividendų neskirti. Taip pat beveik visuose tyrimuose kaip vienas iš kintamųjų buvo analizuojamas įmonės dydis, kuris buvo skaičiuojamas logaritmuojant įmonės turimą turtą. Tačiau tyrimų metu nustatyta, kad įmonių dydis dažniausiai neturi įtakos dividendams (arba turi minimalią įtaką). Todėl svarbu išsiaiškinti ar banko dydis taip pat neturi įtakos Euro zonos rinkoje. Taip pat Pontoh (2016) tyrimo metu nustatyta, kad nepaskirstyto pelno ir kapitalo santykis daro įtaką dividendų išmokėjimui. Todėl, atsižvelgiant į prieš tai analizuotų tyrimų išvadas, kaip nepriklausomi įmonės kintamieji regresinėje lygtyje bus naudojami: skolos ir turto santykis, įmonės dydis, nepaskirstyto pelno ir kapitalo santykis.

Išanalizavus mokslinius tyrimus kurie buvo atlikti tiriant dividendų įtaką akcijų kainoms nuspręsta, atlikti Euro zonos bankų, kurie yra įtraukti į Euro Stoxx banks indekso skaičiavimą (žr. Priedą Nr.1) tyrimą, kurio metu siekiama iširti dividendų įtaką rinkos akcijų kainai.

Siekiant iširti bankų rodiklių poveikį akcijų kainai Euro zonoje bus naudojamas šis regresijos modelis:

$$A = \beta_{10} + \beta_1 DAR + \beta_2 SIZE + \beta_3 INV_t + \beta_4 BP + \beta_5 GP + \beta_6 EPS + \beta_7 D + \varepsilon_{1,i} (2)$$

Kuriame:

Priklausomas kintamasis:

A – Akcijos rinkos kaina, yra priklausomas kintamasis, kuris yra vidutinė akcijos kaina per metus.

Nepriklausomi kintamieji:

DAR – Skola/turtas,

SIZE – Turtas,

INV – Nepaskirstytas pelnas/Kapitalas,

NP – Nepaskirstytas pelnas,

GP – Grynasis pelnas,

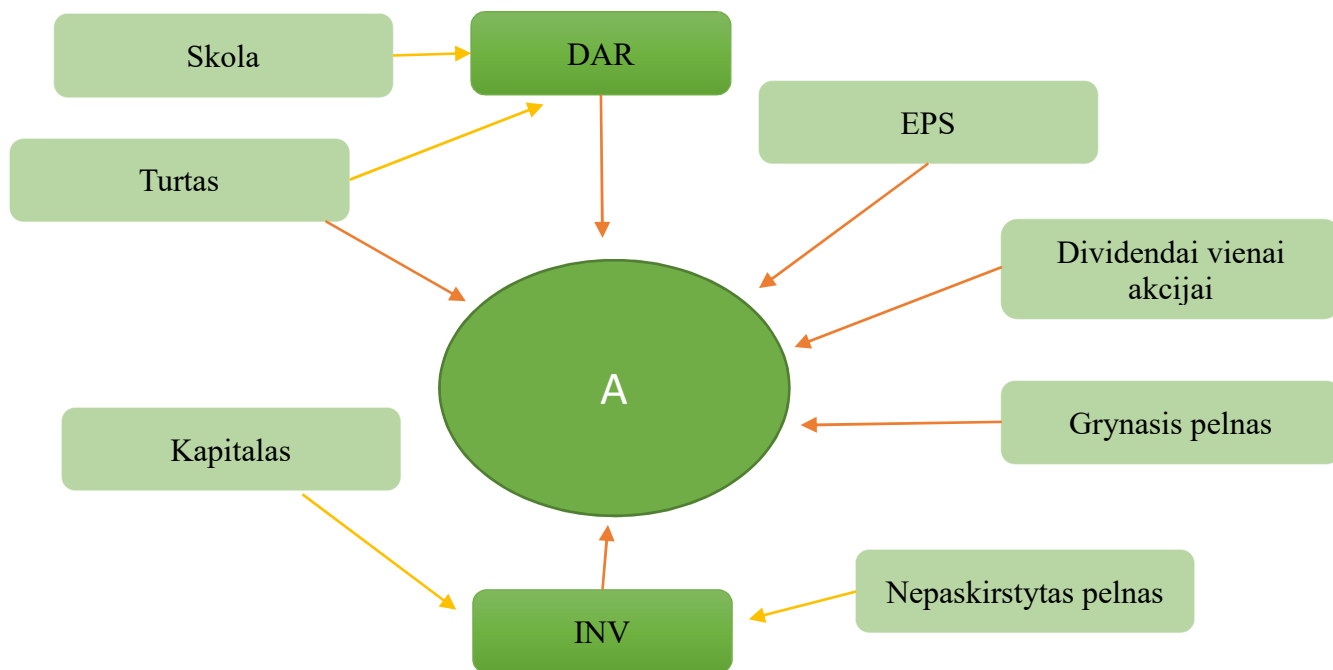
EPS – Pelnas tenkančios vienai akcijai,

D – Dividendai tenkantys vienai akcijai.

Pagal nurodytus rodiklius sudaryta regresijos lygties schema, (žr. 5 pav.).

5 paveikslas

Regresinės lygties schema



Šaltinis: sudarytas darbo autorės.

Tyrimui atlikti išsikeliamos hipotezės:

H1: Tarp įmonės dydžio ir akcijų kainos yra reikšmingas ryšys;

H2: Tarp įmonės skolos ir turto santykio ir akcijų kainos yra reikšmingas ryšys;

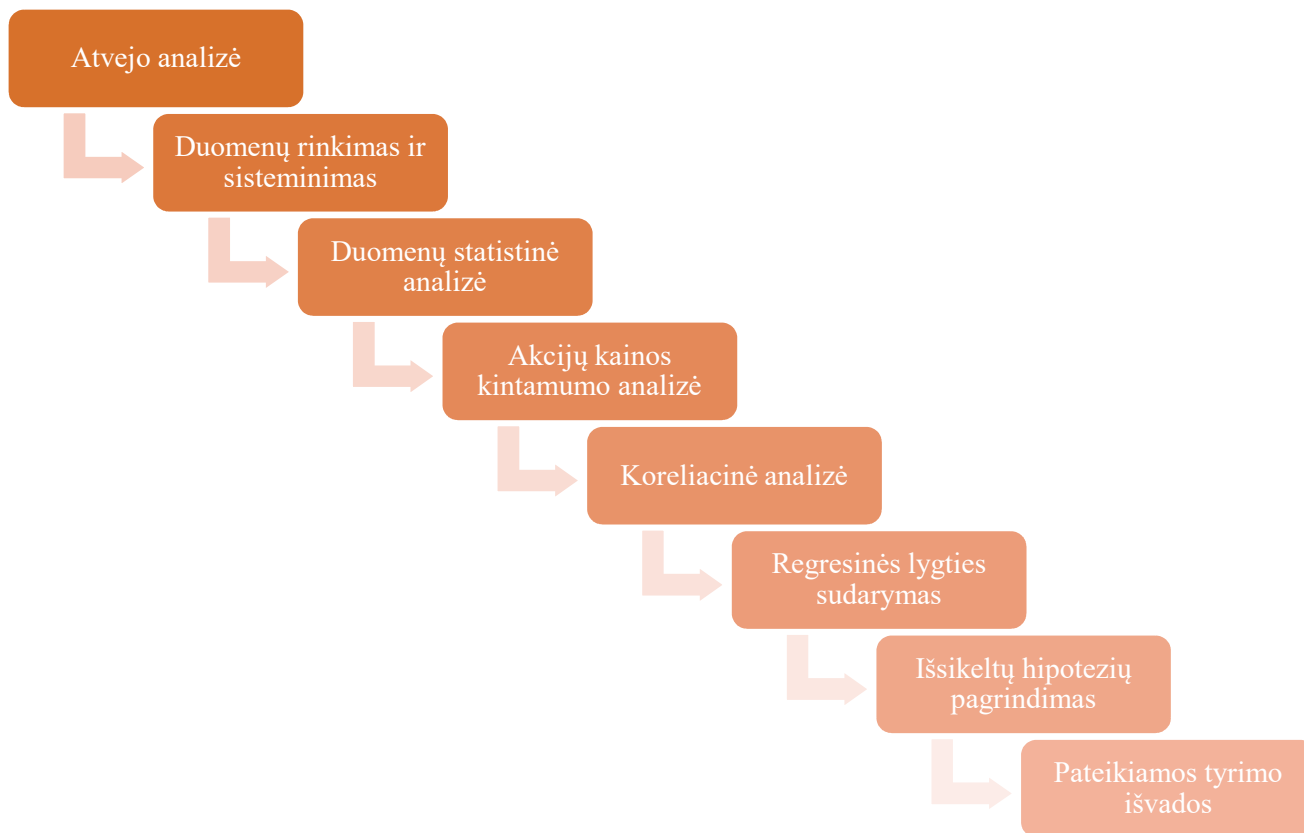
H3: Tarp nepaskirstyto pelno ir kapitalo santykio ir akcijų kainos yra reikšmingas ryšys;

H4: Tarp dividendų vienai akcijai ir akcijų kainos yra reikšmingas ryšys.

Siekiant atlikti kuo išsamesnę analizę, analizei buvo pasirinkti visi bankai, kurie sudaro Euro Stoxx Banks indeksą: Bnp Paribas, Finecobank, Kbc Grp, Abn Amro Bank, Bawag Group Ag, Bankinter, Raiffeisen Bank International, , Erste Group Bank, Natixis Caixabank, Credit Agricole, Bco Santander, Ing Grp, Intesa Sanpaolo, Banco De Sabadell S.A., Deutsche Bank, Bco Bilbao Vizcaya Argentaria, Grp Societe Generale, Commerzbank, Unicredit, Bank Of Ireland Group, Banco Bpm. Euro Stoxx banks, indeksas apskaičiuojamas imant pasirinktų bankų akcijų kainas. Kiekvienas bankas turi savo svorį indekso skaičiavime, kiekvieno banko svoris nurodytas priede Nr. 1. Analizuojamas 2016-2020 m. laikotarpis. Tyrimas susideda iš aštuonių dalių (žr. 6 pav.)

6 paveikslas

Tyrimo atlikimo planas



Šaltinis: sudarytas darbo autorės.

Bendrai tyrimo planas susideda iš atvejo analizės, kurios metu bus siekiama detaliai įvertinti ECB rekomendacijas neskirti dividendų pandemijos laikotarpiu. Į imtį patekusių Euro Stoxx Banks indekse esančių bankų 2016-2020 m. duomenų rinkimas, sisteminimas ir analizė. Atliekama akcijos kainų kintamumo analizė, koreliacinė analizė. Sudaroma regresinė lygtis, kurios pagalba atliekamas išsikeltų hipotezių pagrindimas. Atlikus visus šiuos žingsnius bus pateikiamos tyrimo išvados (žr. 6 pav.).

3. DIVIDENDŲ POLITIKOS POVEIKIO AKCIJŲ KAINOMS NUSTATYMO TYRIMAS

Krizės kontekste valdžios institucijos priėmė dividendų išmokėjimo apribojimus, kad padidintų bankų galimybes atsparumą ir palaikyti didesnę bankų paskolų augimą (Hardy, 2021). Reaguodami į Covid-19 krizę, reguliavimo institucijos ir bankų federacijos nustatė arba rekomendavo taisykles, kad bankai, norėdami išsaugoti savo kapitalą, turėtų nutraukti dividendų išmokėjimą ar akcijų supirkimą (Gambacorta, Oliviero, Shin, 2020). Teigiama, kad bankai, kurie dosniau apdovanoja savo akcininkus, akcijų rinkoje yra vertinami labiau (Gardó, Grodzicki, Wendelborn, 2020). Todėl svarbu išsiaiškinti kokią įtaką dividendų nemokėjimo rekomendacijos turėjo bankų akcijų kainai. Siekiant įvertinti kokią įtaką dividendų nemokėjimo rekomendacijos turėjo akcijų kainai atliksime atvejo analizę.

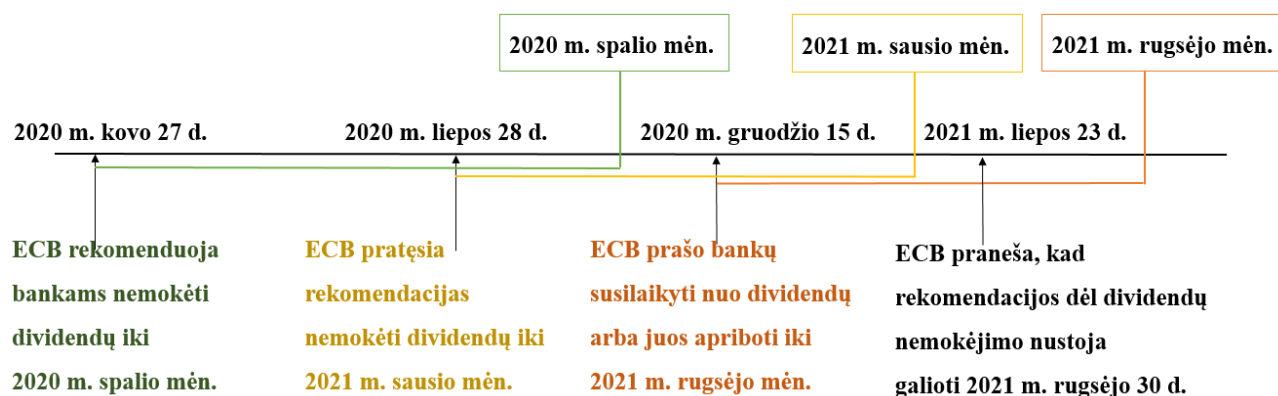
3.1 Atvejo analizė

2020 m. prasidėjusi pasaulinė pandemija sukėlė nemažai įtampos įprastam gyvenimui. Dėl ateities neapibrėžtumo fiziniai bei juridiniai asmenys pradėjo daugiau dėmesio skirti ateities planavimui ir ruošti blogiausius scenarijus. Kaip teigia Gardó, Grodzicki, Wendelborn (2020), pastaraisiais metais Euro zonos bankai padidino dividendų išmokėjimą ir akcijų supirkimą, jei tai tęstųsi dabartinėmis aplinkybėmis, tai galėjo susilpninti bankų galimybes panaudoti nepaskirstytą pelną nuostoliams padengti ir paskoloms realiajai ekonomikai paremti. Manoma, kad bankai kurie moka dividendus yra palankesni investuotojams (Hurschler, Figeac, Lipchev, Dietrich, 2017). Tačiau kaip teigia Dragotă, Delcea (2019), yra rasta įrodymų, kad dividendų politika gali būti sudaroma atsižvelgiant į socialinius ir kultūrinius įmonė veikiančius veiksnius. Todėl siekiant apsaugoti bankinį sektorių, ECB dar 2020 m. kovo 12 d. pranešime spaudai komentavo, kad Covid-19 yra didelis šokas ekonomikai ir bankai turi galėti toliau finansuoti laikinus sunkumus patiriančius namų ūkius ir įmones. Siekiant, kad kuo didesnė lėšų dalis būtų skirta ekonomikos skatinimui, ECB to paties mėnesio gale (žr. 7 pav.) kreipėsi į bankus su prašymu nemokėti dividendų iki 2020 m. spalio mėn. Bankams taip pat buvo rekomenduojama nepirkti akcijų per Covid-19 pandemiją. Rekomendacijos dėl dividendų nemokėjimo buvo vis pratęsimos, o 2021 m. liepos 23 d. ECB pranešime spaudai, paskelbta, kad rekomendacijos dėl dividendų nustoja galioti 2021 m. rugsėjo 30 d. Kaip teigia, Gambacorta, Oliviero, Shin (2020) didesnė nuosavo kapitalo bazė siejama su mažesnėmis skolų finansavimo išlaidomis ir didesne banko paskolų pasiūla, todėl turi svarbių makroekonominių padarinių. Be to, per didelis dividendų paskirstymas gali turėti įtakos sklandžiam pinigų pervedimui.

Tai krizės akivaizdoje yra labai svarbu, todėl siekiant to išvengti buvo skatinama atsisakyti dividendų mokėjimo pandemijos metu. Dėl šios priežasties yra svarbu, kad bankai pandemijos metu būtų sukaukę pakankamai kapitalo ir būtų pajėgūs padėti verslams. Cohen ir Scatigna (2016) teigia, kad pažangios ekonomikos bankai krizės laikotarpiu padidina kapitalą nuosavybės vertybinių popierių išleidimais, dividendų sumažinimu ir nepaskirstytojo pelno padidėjimu.

7 paveikslas

ECB pranešimai spaudai



Šaltinis: sudarytas darbo autorės, remiantis ECB spaudos pranešimais.

Po ECB pranešimų dauguma bankų laikėsi rekomendacijų ir dividendų mokėjimo atsisakė. Tik paskelbus 2020 m. trečio ketvirčio rezultatus, kurie buvo kur kas geresni nei buvo galima tikėtis pandemijos laikotarpiu, buvo pradėta garsiau kalbėti apie dividendų mokėjimą. Enria, Quinn, Ghose (2020) teigia, kad geresniems bankų rezultatams įtakos turėjo didesnės pajamos, ir nors žemos palūkanų normos mažina bendrą paskolų maržą, tačiau galima daugių uždirbti iš būsto paskolų. Bankams didelę įtaką turi nekilnojamo turto rinkos, kurios net ir pandemijos laikotarpiu išliko gyvos. Kaip teigia Pasto, Quina, Prowse, (2021) nepaisant spaudimo grynosioms palūkanų maržoms dėl žemų palūkanų normų ir didelių indėlių įplaukų, pajamos iš investicinės bankininkystės ir kapitalo rinkų veiklos turėtų išlikti didesnės nei prieš pandemiją. Bendrai rekomendacija neskirti dividendų yra priemonė, kuri baugina investuotojus patekti į banko sektorių (Comfort, Arons, 2020), tačiau kaip teigia Amaro (2021), manoma, kad ši rekomendacija, kuri galioja iki rugsėjo mėn., bus paskutinė (tokie spėjimai daromi su prielaida, kad ekonomika išliks panaši ir nebus jokių papildomų šokų). Todėl tikimasi, kad po rekomendacijų pabaigos investuotojai bus labiau linkę investuoti į bankus.

ECB priežiūros naujienlaiškyje (2021) teigiama, kad ECB sprendimas grįžti prie įprastos praktikos nereiškia, kad išnyko rizika dėl pandemijos ir jos ekonominio poveikio. Tačiau gerėjant

makroekonominėms perspektyvoms, nuspręsta rekomendacijų papildomai nepratęsti. Bendrai ECB rekomendacijos vertinamos teigiamai ir pandemijos metu regiono bankai sustiprino savo turimas kapitalo pagalves (Sanne, Rehan, Cheska, 2021). Nors rekomendacijos ir atšauktos, bet ECB žada prižiūrėti bankų tolimesnius veiksmus. Taip pat ECB naujienlaiškyje (2021) aiškiai išdėstė savo lūkesčius – bankai turi atlikti nuodugnius analizes, kurios padėtų klasifikuoti turtą pagal rizikos ribojimo ir apskaitos sistemas pagal jų kredito kokybę, bankai taip pat turi laiku atpažinti bet kokius pablogėjimo požymius, o tuo tarpu ECB priežiūros institucijos tinkamai atsižvelgs į šiuos elementus vertindamos kapitalo planus ir bendradarbiaus su bankais.

Kaip teigia Treiber (2020), bankai išlieka neatskiriama Europos ekonomikos dalimi, o reguliavimo institucijos ir toliau palaiko idėją, kad bankų sistema turėtų ir toliau veikti sklandžiai, o sisteminė rizika turėtų būti suvaldyta. Nuo to laiko, kai prasidėjo akcijų rinkos pokyčiai, pramonės šakos kito nevienodai, tačiau Europos bankų sektorius nukentėjo ypač stipriai (Briançon, 2020). Daugelyje pasaulio jurisdikcijų bankų reguliavimo institucijos turi teisę reguliuoti bankų dividendų išmokėjimo politiką. Šis bankų išmokėjimo elgesio reguliavimas tapo ypač svarbus prasidėjus 2008 m. finansų krizei (Ashraf, Bibi, Zheng 2016).

Apibendrinant ECB rekomendacijų dėl dividendų apribojimo pandemijos laikotarpiu atvejo analizę, galima teigti, kad šis poelgis padėjo bankams geriau pasiruošti ateinantiems laikotarpiams. Bankai yra glaudžiai susiję su ekonominiais procesais, o sklandus skolinimosi užtikrinimas yra be galo svarbus ne tik įmonėms, bet ir namų ūkiams. Toks ECB sprendimas dėl kapitalo didinimo buvo labai reikalingas norint išvengti didesnių nemalonumų ateityje. Taip pat labai pagirtinas ECB žingsnis ir toliau intensyviai stebėti bankų veiksmus ir juos kontroliuoti, nes tiek pandemija, tiek rizikos dėl ateities išlieka. Detaliau šiame tyrime bus analizuojami Euro zonos bankai, kurie yra priskiriami Euro Stoxx Banks indeksui, kurį sudaro 22 Europos bankai.

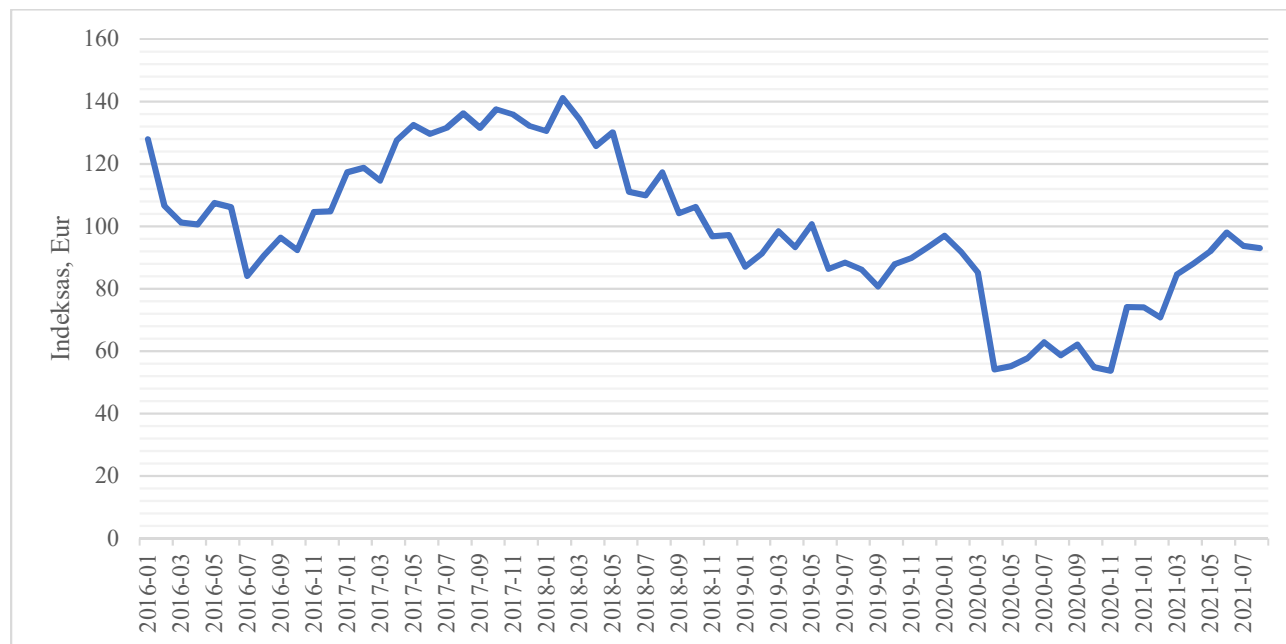
3.2 Euro Stoxx Banks indekse naudojamų bankų duomenų analizė

Tyrimo metu pasirinktas analizuoti 2016 – 2020 m. laikotarpis, tačiau Euro Stoxx Banks indekso duomenys atnaujinami reguliariai, todėl detalesnei rodiklio analizei šis indeksas yra pateikiamas iki 2021 rugpjūčio mėn. Žiūrint į 2016 – 2021 m. indekso pokyčius, matome, kad didžiausias indeksas buvo 2018 m. vasario mėn. Siekiant išsiaiškinti kokią įtaką indeksui turėjo ECB rekomendacijos ir pasaulinė pandemija, detaliau analizuojamas 2020 m. laikotarpis. Per 2020 m. indeksas didžiausias buvo vasario mėn., vis garsiau kalbant apie pasaulinę pandemiją, akcijų kainos pradėjo kristi. Taip pat prieš pat žemiausią indekso tašką buvo paskelbta apie rekomendacijas nemokėti dividendų, ir jau balandžio mėn. indeksas buvo žemiausias per visus 2020 m.. Indeksas

2020 m. balandžio mėn. buvo žemiausias ir per visą 2016.01-2021.08 laikotarpį (žr. 8 pav.) (Pirmoji rekomendacija nemokėti dividendų buvo paskelbta 2020 m. kovo 27d. (žr. 7 pav.)) Todėl apibendrinant duomenis iš Euro Stoxx Banks indekso, galime matyti, kad ECB rekomendacijos dėl dividendų nemokėjimo galėjo turėti neigiamos įtakos akcijų kainoms pandemijos laikotarpiu.

8 paveikslas

EURO STOXX Banks indekso pokyčiai per 2016.01 – 2021.08 laikotarpį



Šaltinis: sudarytas darbo autorės, remiantis MarketWatch duomenimis.

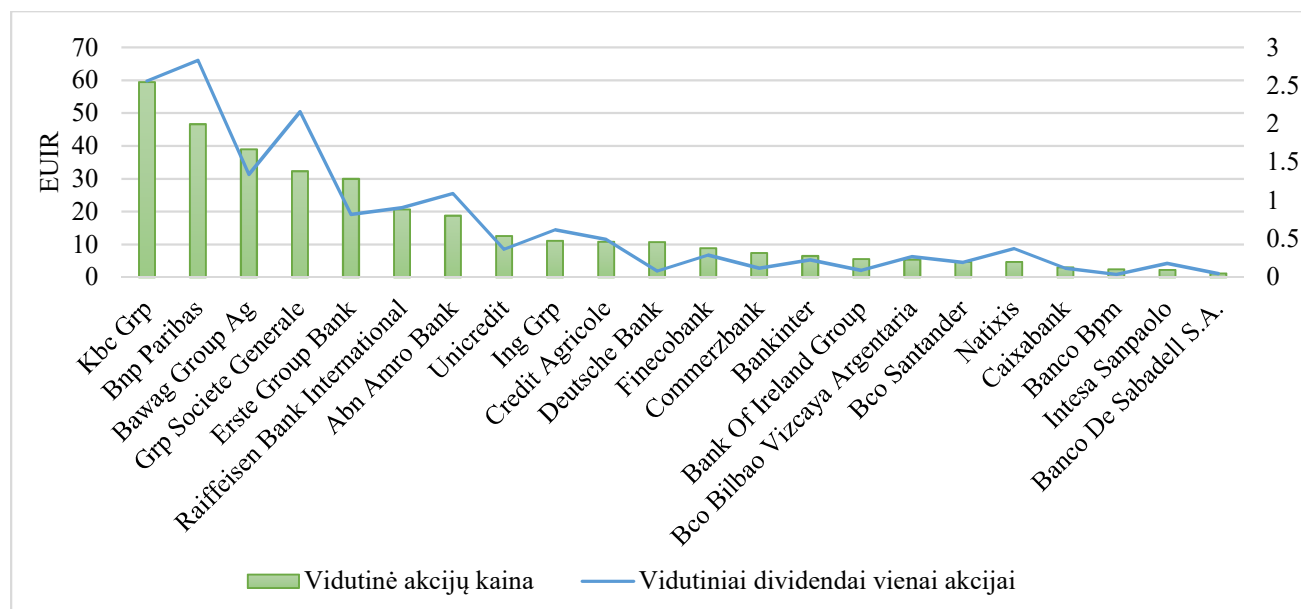
Analizuojant Euro Stoxx Banks indekse naudojamų bankų duomenis, matome, kad 2016 – 2020 m. laikotarpiu vidutinė didžiausia akcijos kaina buvo Belgijos banko KBC GRP, antra pagal dydį vidutinė akcijos kaina analizuojamu laikotarpiu buvo Prancūzijos banko BNP Paribas (žr. 9 pav.), kuris Euro Stoxx Banks indekso skaičiavime turi didžiausią svorį, net 15,7 proc. (žr. 1 priedą). BNP Paribas, nors ir vidutinėmis akcijų kainomis nusileidžia KBC GRP bankui, tačiau dividendai tenkantys vienai akcijai šiame banke per analizuojamą laikotarpį buvo didžiausi. BNP Paribas taip pat patenka į 2016 – 2019 m. antro ketvirčio pasaulio didžiausių dividendų mokėtojų sąrašą (žr. 3 priedą).

Taip pat šiuose bankuose ir vidutiniai dividendai tenkantys vienai akcijai buvo didžiausi. Abu paminėti bankai 2016 – 2019 m. laikotarpiu kasmet didino dividendų tenkančių akcijai sumą (žr. 2 priedą). BNP Paribas tokią tendenciją paliko ir 2020 m., priešingai nei KBC GRP bankas, kuris

2020 m. dividendų mokėjimą sumažino. Taip pat abu šie bankai dividendus mokėjo visu analizuojamu laikotarpiu, neatsižvelgiant į ECB rekomendacijas. Mažiausia vidutinė akcijos kaina per visą analizuojamą laikotarpį atiteko Banco de Sabadell S.A. (žr. 9 pav.), tačiau dividendai tenkantys vienai akcijai šio banko nebuvo mažiausi iš visų analizuojamų Euro Stoxx banko indekse, mažiausius vidutinius dividendus tenkančius vienai akcijai skyrė BANCO BPM, kuris per analizuojamą 5 metų laikotarpį, tris metus dividendų iš vis neskyrė (žr. 2 priedą). Abu šie bankai sudaro mažiau nei 1 proc. bendrame indekso skaičiavime (žr. 1 priedą).

9 paveikslas

Euro Stoxx Banks vidutinė akcijos kaina ir vidutiniai dividendai tenkantys vienai akcijai (2016 – 2020m. laikotarpiu)



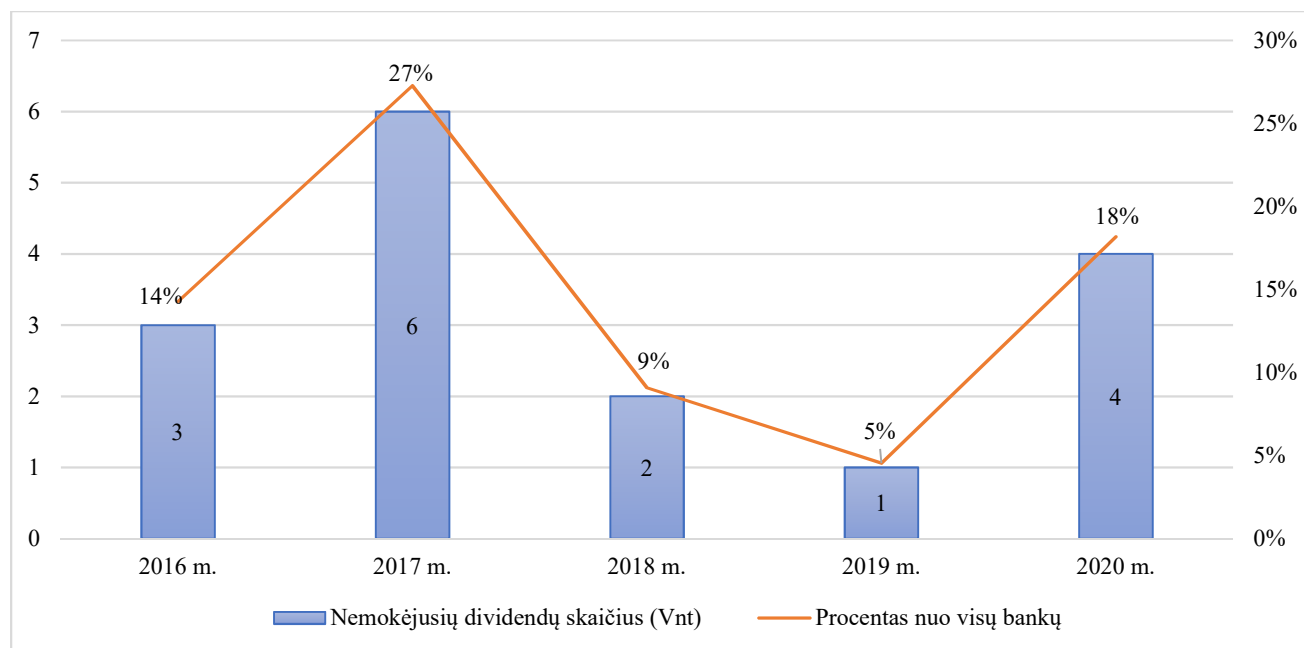
Šaltinis: sudarytas darbo autorės, remiantis MarketWatch duomenimis.

Indekso skaičiavimui naudojami 22 Europos bankų duomenys (žr. 1 priedą). Vienas iš indekso skaičiavime naudojamų bankų (BAWAG GROUP AG) į sąrašą buvo įtrauktas tik 2017 m., todėl analizuojant 2016 m. duomenis buvo imami 21 banko duomenys. Iš visų indekso skaičiavime esančių bankų, tik 18 proc. (4 institucijos) laikėsi ECB rekomendacijų ir per 2020 m. atsisakė išmokėti dividendus (žr. 10 pav.). Nepaisant ECB rekomendacijų, likę 18 bankų dividendus vis tiek mokėjo. Net trys iš keturių bankų 2020 m. nusprendė neskirti dividendų pirmą kartą per visą penkerių metų laikotarpį. Analizuojamu 2016 – 2020 m. laikotarpiu dividendų nors kartą nemokėjo 45,45 proc.

bankų (10 institucijų). Ne pastovią dividendų mokėjimo politiką yra pasirinkę 7 bankai. Į šį skaičių nėra įtraukti bankai kurie pirmą kartą dividendų nemokėjo 2020 m. laikotarpiu, nes toks poelgis gali būti vertinamas, kaip rekomendacijų laikymasis, o ne dividendų politikos keitimas.

10 paveikslas

Euro Stoxx Banks nemokėjusių dividendų skaičius 2016 – 2020 m. laikotarpiu

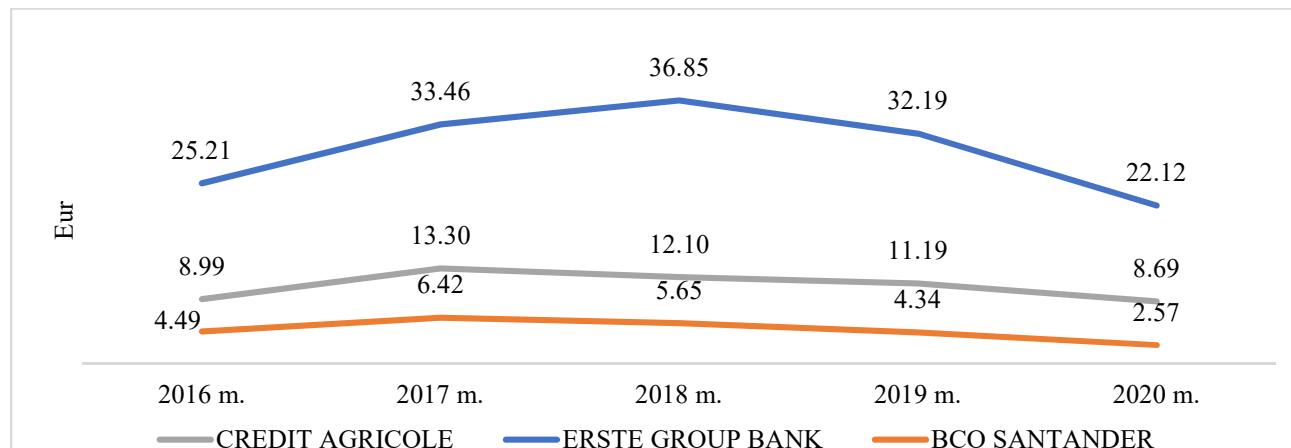


Šaltinis: sudarytas darbo autorės, remiantis Yahoo Finance duomenimis.

Trys bankai – Ispanijos bankas Bco Santander, kuris yra antras pagal svarbą skaičiuojant Euro Stoxx Banks indeksą ir sudaro 13,34 proc. bendro indekso (žr. 1 priedą), Australijos bankas Credit Agricole ir Prancūzijos bankas Erste Group Bank, 2016 – 2019 m. reguliariai mokėjo dividendus ir 2020 m. nusprendė jų nemokėti. Tai galimai padarė dėl ECB rekomendacijų, nes iki to laiko, dividendų mokėjimas buvo pastovus. Bco Santander vienintelis iš trijų aukščiau minimų bankų 2020 m. baigė nuostolingai, kas taip pat galėjo turėti įtakos dividendų neskylimui. Detaliau paanalizavus šių bankų vidutinę metinę akcijų kainą, galime matyti, kad būtent 2020 m., kai dividendų buvo atsisakyta, bankų vidutinė metinė akcijos kaina buvo mažiausia per visą analizuojamą 2016 – 2020 m. laikotarpį (žr. 11 pav.). Tam įtakos galėjo turėti pasaulinė pandemija, kurios metu akcijų rinka buvo labai nepastovi.

11 paveikslas

Pasirinktų bankų vidutinės metinės akcijų kainos pokyčiai 2016-2020 m. laikotarpiu



Šaltinis: sudarytas darbo autorės, remiantis Yahoo Finance duomenimis.

Taip pat pastebima, kad 2016 m. didžiausia dalis pelningai metus baigusių bankų pasirinko iš vis neskirti dividendų (žr. 6 lentelę). Nors detaliau analizuojant dividendus ir jų įtaką, pastebime, kad net patirdami nuostolį bankai yra linkę į dividendų mokėjimą. Beveik kiekvienais metais daugiau nei pusė visų nuostolingai metus užbaigusių įmonių mokėjo dividendus, išskyrus 2018 m., kuomet nuostolingai metus užbaigė tik vienas bankas, kuris dividendų nemokėjo (žr. 6 lentelę). Bendrai per penkių metų laikotarpį 85 proc. bankų mokėjo dividendus ir tik 15 proc. nusprendė jų nemokėti. (žr. 6 lentelę), 79 proc. nuostolingai metus baigusių bankų vis tiek skyrė dividendus ir tik 14 proc. pelningai metus baigusių bankų atsisakė mokėti dividendus. Todėl galime teigti, kad dividendų mokėjimas bankams iš ties yra labai svarbus, ir bankai stengiasi dividendų neatsisakyti, net ir nuostolingų laikotarpiu. Toks dividendų mokėjimas gali būti susijęs su įmonės nenoru išsiduoti investuotojams apie sunkesnius įmonei laikus. Siekiant pritraukti naujus ir išsaugoti jau esamus investuotojus įmonės gali būti linkusios mokėti dividendus.

Daugiausiai nuostolingai metus baigusių bankų buvo 2020 m., t.y. net 8 bankai iš 22, tačiau net 7 iš 8 nuostolingai metus baigusių bankų vis tiek pasiryžo skirti dividendus. Šie bankai ne tik nuostolingai baigę metus pasiryžo išmokėti dividendus, bet ir nesilaikė ECB rekomendacijos dividendų neišmokėti. Tai taip pat gali būti susiję su pasirinkta dividendų mokėjimo politika. Jeigu bankas pasirinkęs stabilų dividendų mokėjimo politiką, nepaisant nuostolingų metų bus pasiryžęs ir toliau mokėti planuotus dividendus. Taip pat dividendų mokėjimas gali būti susijęs su signalizavimo

teorija, ir bankas bijo, kad nemokėdamas dividendų sudarys įspūdį, kad įmonės padėtis yra prasta ir įmonės akcijos kaina sumažės.

6 lentelė

Bankų dividendų mokėjimas, pagal metų rezultatus

	2016 m.		2016 iš viso:	2017 m.		2017 iš viso:	2018 m.		2018 iš viso:
	Nuostolin gi metai	Pelningi metai		Nuostolingi metai	Pelningi metai		Nuostolingi metai	Pelningi metai	
Mokėjo dividendus vnt.	2	16	18	1	15	16		20	20
Nemokėjo dividendų, vnt.	1	2	3		6	6	1	1	2
Iš viso:	3	18	21	1	21	22	1	21	22
Mokėjo dividendus proc.	67%	89%	86%	100%	71%	73%	0%	95%	91%
Nemokėjo dividendų, proc.	33%	11%	14%	0%	29%	27%	100%	5%	9%

	2019 m.		2019 Iš viso:	2020 m.		2020 Iš viso:	Bendra 2016-2020 m. suma		Iš viso:
	Nuostolin gi metai	Pelningi metai		Nuostolingi metai	Pelningi metai		Nuostolingi metai	Pelningi metai	
Mokėjo dividendus vnt.	1	20	21	7	11	18	11	82	93
Nemokėjo dividendų, vnt.		1	1	1	3	4	3	13	16
Iš viso:	1	21	22	8	14	22	14	95	109
Mokėjo dividendus proc.	100%	95%	95%	88%	79%	82%	79%	86%	85%
Nemokėjo dividendų, proc.	0%	5%	5%	13%	21%	18%	21%	14%	15%

Šaltinis: sudarytas darbo autorės.

Siekiant detaliau išanalizuoti skirtumą, tarp bankų, kurie mokėjo dividendus ir tų kurie dividendų atsisakė, analizuojami vidutiniai mokėjusių ir nemokėjusių dividendų bankų rodikliai (žr. 7 lentelę). Pagal atliktą rodiklių analizę, galime matyti, kad vidutinis skolos ir turto santykis (DAR), yra didesnis pas bankus kurie dividendų nemokėjo. Tai patvirtina Lestari (2018) teiginį, kad skolos lygis lemia mažesnę dividendų mokėjimą. Taip pat vertinant bankų dydį, buvo pasirinkta naudoti logaritmuotą įmonės turto sumą. Vidutiniškai bankai kurie nusprendė mokėti dividendus buvo didesni, už tuos kurie jų nemokėjo (žr. 7 lentelę). Todėl galime teigti, kad Euro Stoxx Banks indekso skaičiavime naudojamiems bankams, dydis turi įtakos dividendų mokėjimui. Vidutinė metinė akcijos kaina 32,81 proc. didesnė tų bankų kurie nusprendė skirti dividendus. Taip pat bankai kurie nusprendė mokėti dividendus vidutiniškai turėjo 21,74 proc. didesnę kapitalą. Vidutinis dividendus mokėjusių įmonių grynas pelnas taip pat buvo ženkliai didesnis, nei bankų kurie dividendų atsisakė. Todėl šios analizės rezultatai sutinka su Budiarso 2017 atliktu tyrimu, ir pritaria išvadoms, dividendus mokančios įmonės turi daugiau turto ir yra pelningesnės už įmones kurios dividendų nemoka.

7 lentelė

Bankų mokėjusių ir nemokėjusių dividendų rodiklių skirtumų analizė 2016 – 2020 m. laikotarpiu

	Bankai kurie mokėjo dividendus	Bankai kurie nemokėjo dividendų	Pokytis vnt.	pokytis proc.
Vidutinis DAR (vnt)	0.22	0.24	-0.02	-6.74
Vidutinis Log turtas (vnt)	5.60	5.51	0.10	1.74
Vidutinis kapitalas (Mln. Eur)	37,274.59	30,618.56	6,656.03	21.74
Vidutinis grynas pelnas (mln. Eur)	1,929.32	180.06	1,749.26	971.47
Vidutinė akcijos kaina (Eur)	15.99	12.04	3.95	32.81

Šaltinis: sudarytas darbo autorės.

Atsižvelgiant į pateiktus rodiklius, galime teigti, kad vidutiniškai bankai, kurių skola sudaro didesnę dalį turimo turto, yra linkę pasilikti turimą kapitalą ir jį panaudoti skoloms padengti. Bendrai galime susidaryti vidutinio dividendus mokančio banko portretą: skolos ir turto santykis mažesnis nei

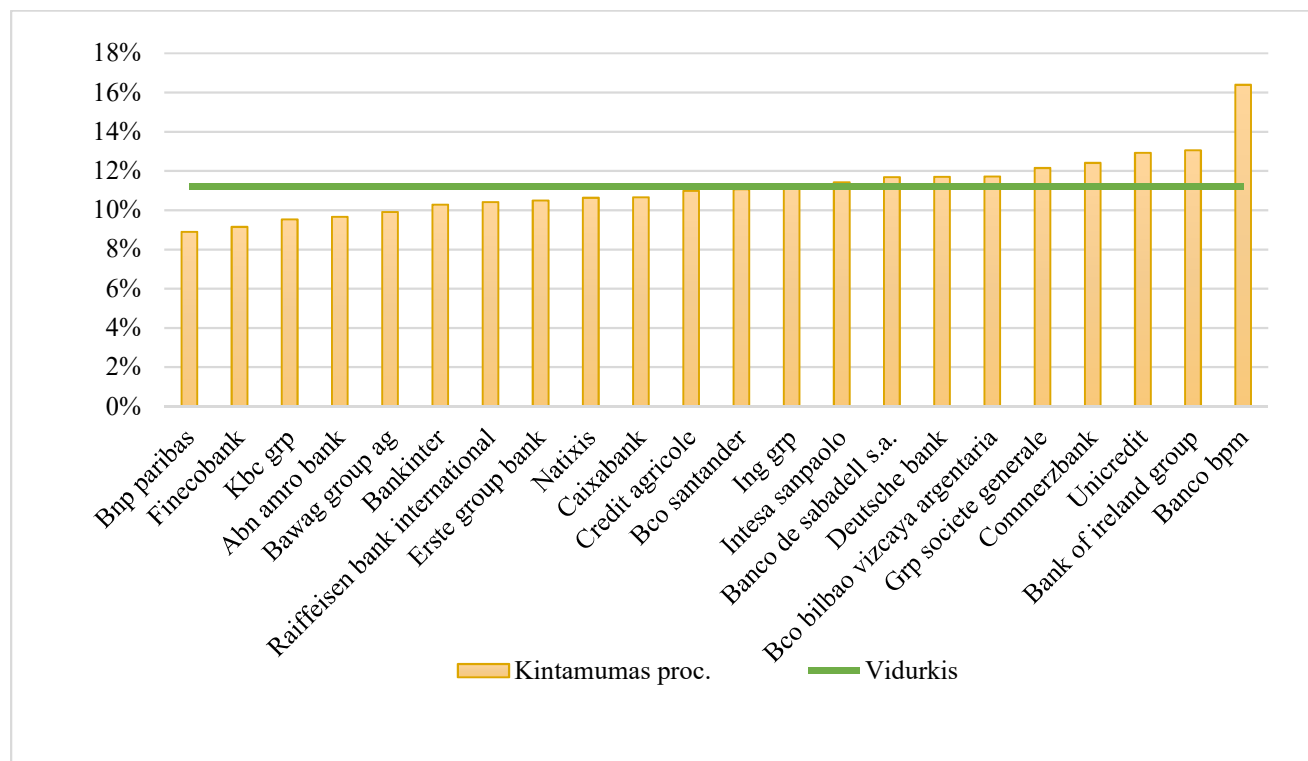
bankų kurie dividendų nemoka, yra didesni už dividendų nemokančius bankus ir uždirba ženkliai didesnę grynąją pelną. Taip pat vidutinė metinė akcijos kaina yra trečdaliu didesnė nei dividendų nemokančio banko.

3.3 Akcijų rinkos kainos kintamumo analizė

Siekiant atlikti rinkos akcijų kainos kintamumo analizę pasitelkiama standartinio nuokrypio formulė. Kintamumo analizėje naudojamas mėnesinis procentinis kiekvieno banko standartinis nuokrypis. Kuo kintamumo procentas yra didesnis tuo įmonės akcijos skaitomos rizikingesnės, todėl šiuo atveju iš visų analizuojamų bankų, 2016 – 2020 m. laikotarpiu rizikingiausios akcijos būtų Banco BPM (žr. 12 pav.), kurio kintamumas siekia 16,39 proc. (žr. 9 priedą). Šis bankas dividendus mokėjo du kartus per visą analizuojamą laikotarpį, t.y. 2016 ir 2020 metais (žr. 2 priedą). Mažiausias mėnesinis procentinis kintamumas per analizuojamą laikotarpį buvo BNP Paribas banko ir siekė 8,9 proc. (žr. 9 priedą). Būtent šis bankas yra vienas iš 12 bankų, kurie per visą analizuojamą laikotarpį kasmet skyrė dividendus. Taip pat BNP Paribas banko dividendų vidurkis yra didžiausias iš visų analizuojamų bankų.

12 paveikslas

Bankų rinkos akcijų kainos mėnesinis kintamumas 2016 – 2020 m. laikotarpiu



Šaltinis: sudarytas darbo autorės.

Siekiant detaliau peržiūrėti dividendų mokėjimo įtaką akcijų kainų kintamumui, bankai suskirstyti į dvi grupes:

1. Bankus kurie per visą analizuojamą laikotarpį kas metus mokėjo dividendus;
2. Bankai kurie dividendų kas metus nemokėjo (į šią kategoriją patenka bankai kurie nors kartą per 2016 – 2020 m. laikotarpį nusprendė dividendų neskirti).

Suskirsčius bankus į dvi grupes ir apskaičiavus kiekvienos grupės kintamumo proc. vidurkį, nustatyta, kad bankų kurie kasmet mokėjo dividendus kintamumo mėnesinis proc. yra 10,59 proc., o bankų kurie nors kartą per analizuojamą laikotarpį nusprendė dividendų neskirti 11,94 proc. (žr. 10 priedą). Kadangi dividendus reguliariai mokėjusių bankų kintamumo rodiklis mažesnis nei dividendų reguliariai nemokėjusių bankų, galima daryti išvadą, kad dividendus reguliariai mokančios įmonės yra mažiau rizikingos nei dividendų nemokančios įmonės. Taip pat galima teigti, kad dividendai turi įtakos akcijų kainai. Kintamumo analizės rezultatai taip pat sutampa su Cejnek, Randl, Zechner (2021) atlikto tyrimo išvadomis, kurio metu buvo tiriamas Covid-19 pandemijos poveikis įmonių dividendų politikai Indonezijoje, kad įmonės, kurios sumažino dividendus, patyrė rizikos padidėjimą. Siekiant detaliau išsiaiškinti kokią įtaką akcijos kainai turi kiti analizuojami rodikliai, bus pasitelkiama regresinė lygtis.

3.4 Dividendų įtakos rinkos akcijų kainai hipotezių pagrindimas

Siekiant įvertinti dividendų įtaką akcijų kainai pasitelkiamas regresinės lygties modelis. Svarbiausias yra santykis tarp dividendų politikos ir akcijų kainų pokyčių, nes tokios įžvalgos gali pasirodyti naudingos vadovams ir akcijų rinkos prekybininkams priimant sprendimus (Camilleri, Grima, Grima, 2019). Siekiant išsiaiškinti kokią įtaką dividendai turi akcijų kainai analizuojamos jau anksčiau minėtos Euro Stoxx Banks indekso įmonės ir analizuojamas 2016 – 2020 m. laikotarpis.

Siekiant išsiaiškinti rodiklių tarpusavio ryšį pasitelkiama koreliacija (žr. 8 lentelę), kurios metu nustatyta, kad:

- Tarp akcijų kainos ir EPS (pelnas tenkantis vienai akcijai) yra stiprus tarpusavio ryšys. Tokia išvada iš ties nėra labai netikėta atsižvelgiant į tai, kad kuo įmonė uždirba daugiau pelno ir turi mažiau akcijų, tuo kiekvienos akcijos vertė yra didesnė. Dėl šios priežasties EPS gana glaudžiai koreliuoja su akcijų kaina.

- Tarp dividendų tenkančių vienai akcijai ir akcijų kainos yra stiprus ryšys. Tokia koreliacija patvirtina teorijas, kad dividendai turi įtakos akcijų kainoms analizuojamu laikotarpiu, pasirinktiems Euro zonos bankams.

- Tarp dividendų ir DAR rodiklio egzistuoja neigiama koreliacija. Tai dar kartą patvirtina teoriją, kad kuo didesnę dalį įmonės turto sudaro skolos, tuo ji mažiau bus linkusi mokėti dividendus ir bus labiau linkusi pasilikti kapitalą įmonėje.

- Tarp bankų dydžio ir dividendų yra gana silpna koreliacija, kas sutampa su Jovkovič, Vasič, Bogicevič, (2021) atlikto Serbijos bankų analizės rezultatais, kad bankų dydis neturi reikšmingos įtakos akcijų kainai.

- Tarp akcijų kainos ir DAR rodiklio yra neigiama koreliacija, kuri parodo, kad kuo didesnę dalį skola sudaro įmonės turto, tuo akcijos kaina yra mažesnė.

- Akcijų kaina su likusiais kintamaisiais turi teigiamą koreliaciją, kas rodo, kad kintamiesiems didėjant turėtų didėti ir akcijos kaina.

8 lentelė

Analizuojamų kintamųjų koreliacija

	Akciju kaina	EPS (Basic)	Grynasis pelnas	Dividendai vienai akcijai	INV	DAR	Log turtas
Akciju kaina	1						
EPS	0.76	1					
Grynasis pelnas	0.24	0.56	1				
Dividendai vienai akcijai	0.82	0.63	0.31	1			
INV	0.24	0.28	0.13	0.23	1		
DAR	-0.17	-0.21	0.03	-0.10	-0.08	1	
Log turtas	0.04	-0.03	0.35	0.19	-0.07	0.40	1

Šaltinis: sudarytas darbo autorės.

Siekiant detaliau išsiaiškinti kokią dalį akcijos kainos sudaro nurodyti kintamieji ir norint patvirtinti arba paneigti anksčiau išsikeltas hipotezes, atliekama regresinės lygties analizė. Prieš atliekant regresinę lygtį, svarbu atsižvelgti į kintamųjų tarpusavio ryšį ir jei jis yra labai stiprus, tokius kintamuosius eliminuoti. Kadangi šiuo atveju stipriausias ryšys koreliacijos metu nustatytas tarp

pagrindinių tiriamųjų (dividendų ir akcijos kainos), buvo priimtas sprendimas šių rodiklių iš regresijos neišimti.

Apskaičiavus pirminę regresinę lygtį (žr. 4 priedą), Kas kartą iš regresinės lygties išimama po kintamąjį ir regresinė lygtis sudaroma iš naujo. Kintamieji išimami pagal didžiausią p-reikšmę tol kol ji viršija 0,05. Jei p-reikšmė viršija 0,05 daroma prielaida, kad analizuojamas kintamasis, neturi įtakos akcijų kainai. Tokiu principu analizuojamos ir išsikeltos hipotezės:

H1: Tarp įmonės dydžio ir akcijų kainos yra reikšmingas ryšys.

Įmonės dydis nustatomas logaritmuojant įmonės turta. Naudojant šį rodiklį regresijos lygtyje nustatyta, kad Euro Stoxx Banks indekse naudojamiems bankams, 2016 – 2020 m. laikotarpiu, įmonių dydžiai neturėjo reikšmingos įtakos akcijų kainai (žr. 6 priedą). Todėl ši hipotezė, yra paneigiama.

H2: Tarp įmonės skolos ir turto santykio ir akcijų kainos yra reikšmingas ryšys.

Regresinės lygties pagalba nustatyta, kad skolos ir turto santykis analizuotiems Euro zonos bankams 2016-2020 m. laikotarpiu neturėjo reikšmingos įtakos akcijų kainoms (žr. 5 priedą). Todėl ši hipotezė, yra paneigiama.

H3: Tarp nepaskirstyto pelno ir kapitalo santykio ir akcijų kainos yra reikšmingas ryšys.

Regresinės lygties pagalba nustatyta, kad nepaskirstyto pelno ir kapitalo santykis analizuotiems Euro zonos bankams 2016-2020 m. laikotarpiu neturėjo reikšmingos įtakos akcijų kainoms (žr. 4 priedą). Todėl ši hipotezė, yra paneigiama

H4: Tarp dividendų vienai akcijai ir akcijų kainos yra reikšmingas ryšys

Pagrindinė šio darbo išsikelta hipotezė yra ar dividendai turi reikšmingos įtakos akcijų kainai, bankiniame sektoriuje, analizuojamu laikotarpiu. Atlikus regresinę lygtį ir ją pakoregavus išimant reikšmingos įtakos nedarančius rodiklius, apskaičiuotas determinacijos koeficientas (R^2) yra daugiau nei 0,80 (žr. 9 lentelę), todėl galima teigti, kad modelis gana tiksliai aprašo duomenis.

9 lentelė

Regresinės lygties duomenys

<i>Regresinės lygties statistika</i>	
Multiple R	0.896
R kvadratu	0.802
Koreguotas R kvadratu	0.795
Standartinis nuokrypos	7.333
Stebėjimai	109

Šaltinis: sudarytas darbo autorės.

Apskaičiavus regresinės lygties kintamuosius, nustatyta, kad beveik visi kintamieji yra teigiami. Vienintelio grynojo pelno koeficientas yra neigiamas ir skiriasi nuo koreliacijos metu gautų duomenų, t.y. koreliacijos metu nustatytas ryšys tarp akcijos kainos ir grynojo pelno buvo silpnas, tačiau pagal gautus duomenis grynas pelnas yra mažiausiai įtakos turintis kintamasis (žr. 10 lentelę).

10 lentelė

Regresinės lygties duomenys

	<i>Koeficientai</i>	<i>Standartinė paklaida</i>	<i>t Stat</i>	<i>P- reikšmė</i>	<i>Apatinis rėžis 95%</i>	<i>Viršutinis rėžis 95%</i>
Laisvasis narys	5.780	0.921	6.275	0.000	3.953	7.606
EPS	3.817	0.454	8.405	0.000	2.917	4.718
Grynasis pelnas	-0.001	0.000	-4.288	0.000	-0.002	-0.001
Dividendai vienai akcijai	9.716	1.002	9.700	0.000	7.730	11.702

Šaltinis: sudarytas darbo autorės.

Iš gautų duomenų užrašoma gauta regresijos lygtis:

Akcijos kaina= 5.78 + 3,817 EPS - 0,001 Grynasis pelnas+ 9,716 Dividendai vienai akcijai (2)

Kaip matome iš regresijos lygties, iš visų analizuojamų kintamųjų didžiausią svorį analizuojamiems Euro zonos bankams 2016 – 2020 m. laikotarpiu akcijos kainai turi dividendai tenkantys vienai akcijai. Todėl galime teigti, kad tarp dividendų vienai akcijai ir akcijų kainos yra reikšmingas ryšys ir patvirtinti išsikelta hipotezę, kad tarp dividendų vienai akcijai ir akcijų kainos yra reikšmingas ryšys.

Atlikus koreliacinę analizę įvertinome išsikeltas hipotezes, tai: Tarp dividendų ir skolos bei turto santykio (DAR) egzistuoja neigiama koreliacija, tarp bankų dydžio ir dividendų yra gana silpna koreliacija, ir patvirtinami Serbijos bankų analizės rezultatai (Jovkovič, B., Vasič, A. S., Bogicevič, J. 2021), kad bankų dydis neturi reikšmingos įtakos akcijų kainai. Taip pat tarp akcijų kainos ir DAR rodiklio yra neigiama koreliacija. Pagrindinė tyrimo metu išsikelta hipotezė, dėl dividendų ir akcijų kainos koreliacijos yra patvirtinama ir dividendai tenkantys vienai akcijai turi stiprią koreliaciją su akcijų rinkos kaina. Regresinės lygties pagalba nustatyta, kad: bankų dydžiai, skolos ir turto santykis, pelno ir kapitalo neturėjo reikšmingos įtakos akcijų kainai analizuojamu laikotarpiu, o dividendai tenkantys vienai akcijai turi reikšmingos įtakos akcijų kainai. Tai bendrai tiek koreliacija tiek regresinė lygtis patvirtina, kad tarp dividendų ir akcijų kainos yra reikšmingas ryšys.

IŠVADOS IR PASIŪLYMAI

1. Apibendrinant mokslinę literatūrą galima teigti, kad dividendai yra plačiai nagrinėjamas objektas moksliniuose straipsniuose. Dividendais įmonės vadovybė siekia apdovanoti esamus akcininkus ir taip pat pritraukti naujų investuotojų. Pastebėta, kad įmonių vadovybės nėra linkusios keisti dividendų mokėjimo politikos ir laikosi stabilumo, kad dividendų mokėjimo ar nemokėjimo pasikeitimai nesukeltų investuotojams dviprasmiškų signalų apie įmonės finansinę būklę. Tačiau svarbu nepamiršti, kad akcinių bendrovių įstatymas tiksliai apibrėžia, kad ne visos įmonės gali mokėti dividendus, todėl dividendų nemokėjimas gali būti nebūtinai vadovybės sprendimas, bet ir įstatymų laikymosi dalis. Autoriai taip pat išskiria skirtingas dividendų mokėjimo politikas ir jų įtaką akcijų kainai. Išanalizavus pagrindines dividendų mokėjimo politikas nustatyta, kad nuomonės, jog dividendai neturi įtakos akcijų kainai laikosi vos kelios iš analizuotų dividendų mokėjimo teorijų. Tuo tarpu, kad dividendai turi įtaką akcijų kainai teigia dauguma analizuotų dividendų politikos teorijų. Išanalizavus visas skirtingas dividendų mokėjimo politikas ir kelis mokslinius tyrimus, galima prieiti prie išvados, kad vieningos dividendų mokėjimo politikos, kuri tiktų visoms įmonėms rasti dar nepavyko. Ir kažin ar įmanoma tai padaryti, nes kiekviena įmonė yra labai individuali ir veikianti skirtingoje aplinkoje, taip pat ir investuotojai turi skirtingus dividendų politikos lūkesčius. Kritiniais momentais dividendų mokėjimo politikos net ir labai konservatyviose įmonėse neretai pasikeičia. Siekiant krizinį laikotarpį praeiti su kuo mažesniais finansiniais pasekmėmis, įmonės stengiasi pelną paskirstyti kuo efektyviau ir neretai dėl šios priežasties atsisako dividendų mokėjimo arba juos sumažina. Atliktų tyrimu metu nustatyta, kad įmonės kurios visiškai sumažino dividendus patyrė ženklų akcijų kurso kritimą, tuo tarpu įmonės kurios sumažino dividendus tačiau visiškai jų neatsisakė akcijos taip drastiškai nekito. Nors stiprus įmonės valdymas nekriziniais laikotarpiais reiškia didesnių dividendų mokėjimą, kriziniu momentu stipriau valdomos įmonės yra linkusios mažinti dividendus, palikdamos pelną įmonės kapitalui didinti bei siekdamos apsaugoti įmones nuo neigiamos krizės įtakos. Taip pat prieita išvados, kad po kriziniu laikotarpiu įmonės yra labiau linkusios laikytis dividendų likučio teorijos, kuomet pirma kompensuoja investicijas ir tik po to likusią sumą gali išsimokėti dividendams. Todėl bendrai iš mokslinės literatūros galima daryti išvadas, kad įmonės kriziniu laikotarpiu mažina dividendus ir stengiasi didinti įmonės kapitalą, kad įmonė ir toliau galėtų veikti ir išvengtų apyvartinių lėšų trūkumo.

2. Išanalizavus atliktus tyrimus, kurių metu buvo analizuojami veiksniai darantys įtaką akcijų kainai, nustatyta, kad skolos ir turto santykis, grynas pelnas, įmonės dydis, peno ir nuosavo kapitalo

dydis. Tačiau kai kurių tyrimų nuomonės išsiskiria ir įmonės dydis pateikiamas, kaip dividendams įtakos neturintis rodiklis. Bendrai išanalizavus atliktus tyrimus prieita išvados, kad vieningų tyrimų kurie priėtų prie išvadų, ar dividendai daro įtaką akcijų kainai nėra. Tiriant skirtingas įmonių grupes skirtingais laikotarpiais, rezultatai išsiskiria.

3. 2020 m. dėl visą pasaulį paveikusio Covid-19 pandemijos, tiek fiziniai, tiek juridiniai asmenys pradėjo planuoti tolimesnius žingsnius, kad būtų kuo labiau pasiruošę, ateities neapibrėžtumams. ECB, siekiant kuo daugiau kapitalo palikti bankams, kad jie būtų pajėgūs padėti su pandemija susidūrusiems verslams, rekomendavo stabdyti dividendų mokėjimą. Tyrimo metu, analizuojant į Euro Stoxx banks indekso skaičiavimą įtrauktų bankų ir jų akcijų kainos pokyčius 2016 – 2020 m. laikotarpiu, nustatyta, kad tik 18 proc. visų bankų nusprendė klausyti ECB ir dividendų neskyrė, nors būtent 2020 m. nuostolingus metus baigė daugiausiai bankų per visą analizuojamą laikotarpį, t.y. 8 bankai iš 22. 7 iš 8 į indeksą įtrauktų bankų ir metus baigusiu nuostolingai nesilaikė rekomendacijų ir išmokėjo dividendus. Tai tik parodo dividendų svarbą ir nenorą atsisakyti dividendų net ekonomiškai sudėtingu laikotarpiu. Kintamumo analizė parodė, kad bankų nemokančių dividendų kintamumo rezultatas yra didesnis, nei bankų kurie dividendus moka, todėl galima teigti, kad dividendus mokantys bankai yra pastovesni. Koreliacijos analizės metu nustatyta, kad dividendams reikšmingos įtakos neturi skolos ir turto santykis, nepaskirstyto pelno ir kapitalo santykis ir banko dydis, o dividendai tenkantys vienai akcijai turi stiprų ryšį su akcijų kaina. Regresijos pagalba paneigtos tyrimo metu išsikeltos hipotezės, kad: tarp įmonės dydžio ir akcijų kainos yra reikšmingas ryšys, tarp įmonės skolos ir akcijų kainos yra reikšmingas ryšys, tarp pelno ir kapitalo santykio ir akcijų kainos yra reikšmingas ryšys. Tačiau pagrindinė tyrimo metu išsikelta hipotezė, kad tarp dividendų vienai akcijai ir akcijų rinkos kainos yra reikšmingas ryšys, yra patvirtinta ir tyrimo metu nustatyta, kad dividendai turi reikšmingos įtakos akcijų kainai. Todėl bendrai atlikus kintamumo, koreliacijos ir regresinės lygties analizes galime teigti, kad dividendai daro įtaką akcijų kainai.

Pasiūlymai:

1. Ateityje analizuojant dividendų įtaką akcijų kainai bankiniam sektoriui, ištirti laikotarpius po rekomendacijų nutraukimo. Išsiaiškinti ar dividendai buvo mokami ar ir toliau ECB stebėjo ir kontroliavo bankų dividendų skyrimus ir stengėsi nuo dividendų išmokėjimo kiek įmanoma maksimaliau susilaikyti.

2. Aprašyti tolimesnius ECB veiksmus dėl dividendų skyrimo, ar rekomendacijos atnaujintos ir jeigu rekomendacijos dėl dividendų skyrimo atnaujintos, regresinės lygties bei koreliacijos pagalba palyginti kokią įtaką akcijų kainai turėjo pirmos ir antros ECB rekomendacijos.

3. Taip pat praplėsti tyrimo apimtį ir įtraukti ne tik į Euro Stoxx banks indeksą įtrauktus bankus, bet ir kitus Euro zonos bankus. Ištirti dividendų įtaką akcijų kainai ir palyginti rezultatus su Euro Stoxx banks analizės metu gautais rezultatais.

LITERATŪRA

- Ahmad, L., Iftikhar, Y., Ejaz, S., Baig, W., Nadeem, K., Shahid, R. (2019). Dividend Policy and Share Price volatility: Evidence From Pakistan Stock Exchange of Listed Commercial Banks. *Issues in Economics and Business*, 5(1), 35. Žiūrēta 2021-01-03. Prieiga internetu: https://www.researchgate.net/publication/333023553_Dividend_Policy_and_Share_Price_volatility_Evidence_From_Pakistan_Stock_Exchange_of_Listed_Commercial_Banks
- Al Masum, A. (2012). Dividend Policy and Its Impact on Stock Price – A Study on Commercial Banks Listed in Dhaka Stock Exchange. *Global Disclosure of Economics and Business*, 3(2305-9168). Žiūrēta 2021-11-02. Prieiga internetu: http://publicationslist.org/data/gdeb/ref-10/GDEB_5th_Issue_1.pdf
- Ali, H. (2021). Corporate dividend policy in the time of COVID-19 : Evidence from the G-12 countries. *Finance Research Letters*, 102493(1544-6123). Žiūrēta 2021-12-04. Prieiga internetu: <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC8501519/>
- Altavilla, C., Bochmann, P., Ryck, J. D., Dumitru, A.-M., Grodzicki, M., Kick, H., Fernandes, C. M., Mosthaf, J., O'Donnell, C., Palligkinis, S. (2021). Measuring the Cost of Equity of Euro Area Banks. *SSRN Electronic Journal*, 254(978-92-899-4510). Žiūrēta 2021-06-05. Prieiga internetu: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3797125>
- Amaro, S. (2021). *The ECB is sticking to its block on bank dividends ... for now*. CNBC. Žiūrēta 2021-05-30. Prieiga internetu: <https://www.cnb.com/2021/01/28/ecb-bank-supervisor-dividends-repeal-to-last-until-september-2021.html>
- Amidu, M. (2007). How does dividend policy affect performance of the firm on Ghana stock exchange? *Investment Management and Financial Innovations*, 4. Žiūrēta 2021-05-30. Prieiga internetu: https://www.businessperspectives.org/images/pdf/applications/publishing/templates/article/assets/1482/imfi_en_2007_02_Amidu.pdf
- Aramonte, S. (2020). Mind the buybacks, beware of the leverage. *BIS Quarterly Review; Basel*, 49–58. Žiūrēta 2021-01-12 Prieiga internetu: <https://search.proquest.com/docview/2445995557>

- Ashraf, B. N., Bibi, B., Zheng, C. (2016). How to regulate bank dividends? Is capital regulation an answer? *Economic Modelling*, 57(0264-999), 281–293. Žiūrēta 2021-06-05. Prieiga internetu: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.05.005>
- Baker, H. K., Dutta, S., Saadi, S. (2008). Impact of financial and multinational operations on manager perceptions of dividends. *Global Finance Journal*, 19(2), 171–186. Žiūrēta 2021-01-04 Prieiga internetu: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1044028308000240>
- Baker, H. K., Powell, G. E., Veit, E. T. (2002). Revisiting the dividend puzzle. *Review of Financial Economics*, 11(4), 241–261. Žiūrēta 2021-01-04. Prieiga internetu: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1058330002000447>
- Barros, V., Matos, P. V., Sarmiento, J. M. (2020). What firm's characteristics drive the dividend policy? A mixed-method study on the Euronext stock exchange. *Journal of Business Research*, 115(0148-2963), 365–377. Žiūrēta 2021-01-06 Prieiga internetu: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0148296319307180>
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259. Žiūrēta 2021-01-04. Prieiga internetu: <https://www.jstor.org/stable/3003330>
- Black, F. (1976). The Dividend Puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, 2(2), 5–8. Žiūrēta 2021-01-03. Prieiga internetu: <https://jpm.pm-research.com/content/2/2/5>
- Brady, K. P., Faulkner, M., Heinrich, F. (2018). Dividend Yields, Bond Yields, and the Dividend Premium. *ProQuest*, 10(19472900), 21–34. Žiūrēta 2021-01-04 Prieiga internetu: <https://search.proquest.com/docview/2133361421>
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483–527. Žiūrēta 2021-01-04 Prieiga internetu: <https://reader.elsevier.com/reader/sd/pii/S0304405X05000528>

- Briançon, P. (2020). *All European Bank Stocks Got Hit Hard in the Coronavirus Market Rout*. Barrons. Žiūrėta 2021-06-05. Prieiga internetu: <https://www.barrons.com/articles/all-european-bank-stocks-got-hit-hard-in-the-coronavirus-market-rout-51584637536>
- Budiarso, N. S. (2017). Propensity To Pay Dividend: Testing For Life Cycle and Free Cash Flow Theories. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 3, 1–15. Žiūrėta 2021-01-17 Prieiga internetu: <https://search.proquest.com/docview/1892117046?pq-origsite=primo>
- Bulkowski, T. N. (2013). *Fundamental Analysis and Position Trading: Evolution of a Trader*. John Wiley Sons. Žiūrėta 2020-10-18. Prieiga internetu: <https://ebookcentral.proquest.com/lib/viluniv-ebooks/reader.action?docID=1104474>
- Camilleri, S. J., Grima, L., & Grima, S. (2019). The effect of dividend policy on share price volatility: an analysis of Mediterranean banks' stocks. *Managerial Finance*, 45(2), 348–364. Žiūrėta 2021-06-05. Prieiga internetu: <https://doi.org/10.1108/mf-11-2017-0451>
- Cejnek, G., Randl, O., Zechner, J. (2021). The COVID-19 Pandemic and Corporate Dividend Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56, 2389–2410. Žiūrėta 2022-01-06 Prieiga internetu: <https://doi.org/10.1017/s0022109021000533>
- Česnygienė, R., Laužikas, M., Miliūtė, A., Lobanova, L. (2010). *Atvejo analizės taikymo studijų procese metodiniai nurodymai*. Vilniaus universiteto Tarptautinio verslo mokykla. Prieiga internetu: http://www.esparama.lt/es_parama_pletra/failai/ESFproduktai/2010_Atvejo_analizes_metodiniai_nurodymai.pdf
- Chiang, K., Frankfurter, G. M., Kosedag, A., Wood, B. G. (2006). The perception of dividends by professional investors. *Managerial Finance*, 32(1), 60–81. Žiūrėta 2021-01-05 Prieiga internetu: <https://doi.org/10.1108/03074350610641875>
- Cohen, B. H., Scatigna, M. (2016). Banks and capital requirements: Channels of adjustment. *Journal of Banking Finance*, 69(1682-7678), S56–S69. Žiūrėta 2021-01-09 Prieiga internetu: <https://www.bis.org/publ/work443.pdf>

- Comfort, N., Arons, S. (2020). *ECB Move to Lift Ban on Bank Dividends Fails to Cheer Investors*. Bloomberg. Žiūrēta 2021-05-30. Prieiga internetu: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-12-15/ecb-to-let-some-banks-to-pay-out-15-of-profit-in-dividends>
- Dang, V. A. (2013). An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK. *International Review of Financial Analysis*, 30(1057-5219), 189–202. Žiūrēta 2021-01-11 Prieiga internetu: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1057521913001282>
- Dereli, H., Topak, M. S. (2018). The Effect of Dividend Policy on Stock Price: Evidence from An Emerging Country. *Journal of Business Research - Turk*, 10(4), 1186–1197. Žiūrēta 2020-10-17 . Prieiga internetu: https://www.isarder.org/2018/vol.10_issue.4_article60_full_text.pdf
- Dragotă, V., Delcea, C. (2019). How Long Does It Last to Systematically Make Bad Decisions? An Agent-Based Application for Dividend Policy. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(4), 167. Žiūrēta 2021-01-12 Prieiga internetu: <https://www.mdpi.com/1911-8074/12/4/167/htm>
- du Jardin, P., Séverin, E. (2011). Dividend policy. *Bankers, Markets Investors*, 115(44382), 37–54. Žiūrēta 2021-01-05. Prieiga internetu: <https://mpira.ub.uni-muenchen.de/44382/>
- El-Ansary, O., Gomaa, T. (2012). The Life Cycle Theory of Dividends: Evidence from Egypt. *International Research Journal of Finance and Economics*, 97(1450-2887), 72–79. Žiūrēta 2021-01-13. Prieiga internetu: https://www.researchgate.net/publication/256457537_The_Life_Cycle_Theory_of_Dividends_Evidence_from_Egypt
- Elton, E. J., Gruber, M. J. (1970). Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect. *The Review of Economics and Statistics*, 52(1), 68. Žiūrēta 2021-01-17 Prieiga internetu: <https://www.jstor.org/stable/1927599>
- Enria, A., Quinn, N., Ghose, R. (2020). *European banks are desperate to pay dividends*. The Economist. Žiūrēta 2021-05-24. Prieiga internetu: <https://www.economist.com/finance-and-economics/2020/11/11/european-banks-are-desperate-to-pay-dividends>

Eugster, N., Isakov, D., Ducret, R., Weisskopf, J.-P. (2020). *Chasing Dividends during the COVID-19 Pandemic*. Žiūrēta 2021-01-07. Prieiga internetu: https://doc.rero.ch/record/329576/files/WP_SES_520.pdf

European Central Bank. (2020). *ECB asks banks not to pay dividends until at least October 2020*. European Central Bank. Žiūrēta 2021-05-22. Prieiga internetu: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200327~d4d8f81a53.en.html>

European Central Bank. (2020). *ECB Banking Supervision provides temporary capital and operational relief in reaction to coronavirus*. European Central Bank. Žiūrēta 2021-05-23. Prieiga internetu: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200312~43351ac3ac.en.html>

European Central Bank. (2020). *ECB extends recommendation not to pay dividends until January 2021 and clarifies timeline to restore buffers*. European Central Bank. Žiūrēta 2021-05-22. Prieiga internetu: https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200728_1~42a74a0b86.en.html

European Central Bank. (2020). *ECB asks banks to refrain from or limit dividends until September 2021*. European Central Bank. Žiūrēta 2021-05-22. Prieiga internetu: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr201215~4742ea7c8a.en.html>

European Central Bank. (2021). *Dividends: ECB recommendations prove effective*. European Central Bank. Žiūrēta 2021-12-04. Prieiga internetu: https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/publications/newsletter/2021/html/ssm.nl210818_1.en.html

European Central Bank. (2021). *ECB decides not to extend dividend recommendation beyond September 2021*. European Central Bank. Žiūrēta 2021-09-01. Prieiga internetu:

<https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ssm.pr210723~7ef2cdf6b7.en.html>

Eurostat. (b. m.). *Real Gross Domestic Product (Euro/ECU series) for European Union (27 countries from 2020)*. FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. Žiūrēta 2021-05-28. Prieiga internetu: <https://fred.stlouisfed.org/series/CLVMEURSCAB1GQEU272020>

Fairchild, R. (2010). Dividend policy, signalling and free cash flow: an integrated approach. *Managerial Finance*, 36(5), 394–413. Žiūrēta 2021-01-15 Prieiga internetu: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/03074351011039427/full/pdf>

Fama, E. F., French, K. R. (1989). Business conditions and expected returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 23–49. Žiūrēta 2021-01-05 Prieiga internetu: [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(89\)90095-0](https://doi.org/10.1016/0304-405x(89)90095-0)

Frankfurter, G. M., Wood, B. G. (2002). Dividend policy theories and their empirical tests. *International Review of Financial Analysis*, 11(2), 111–138. Žiūrēta 2021-01-05. Prieiga internetu: [https://doi.org/10.1016/s1057-5219\(02\)00071-6](https://doi.org/10.1016/s1057-5219(02)00071-6)

Gambacorta, L., Oliviero, T., Shin, H. S. (2020). Low Price-To-Book Ratios and Bank Dividend Payout Policies. *SSRN Electronic Journal*, 907(1682-7678). Žiūrēta 2021-01-08 Prieiga internetu: <https://www.bis.org/publ/work907.pdf>

Gardó, S., Grodzicki, M., Wendelborn, J. (2020). *Dividend payouts and share buybacks of global banks*. European Central Bank. Žiūrēta 2021-05-24. Prieiga internetu: https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/focus/2020/html/ecb.fsrbox202005_05~d3679873d3.en.html

Guizani, M. (2017). Free Cash Flow, Agency Cost and Dividend Policy of ShariaCompliant and Non-Sharia-Compliant firms. *International Journal of Economics and Management*, 11(2), 355–370. Žiūrēta 2021-01-14 Prieiga internetu:

[http://www.ijem.upm.edu.my/vol11_no2/\(5\)Free%20Cash%20Flow,%20Agency%20Cost%20and%20Dividend%20Policy.pdf](http://www.ijem.upm.edu.my/vol11_no2/(5)Free%20Cash%20Flow,%20Agency%20Cost%20and%20Dividend%20Policy.pdf)

Gunawan, K., Murhadi, W., Herlambang, A. (2019). The effect of good corporate governance on dividend policy. *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, 308(2352-5398), 57–61.

Žiūrēta 2021-01-16. Prieiga internetu: <https://download.atlantis-press.com/article/55915425.pdf>

Hanifa, H., Hamdan, M., Haffar, M. (2018). Dividend policy in the banking sector in G-7 and GCC countries:

A comparative study. *Risk Governance and Control: Financial Markets and Institutions*, 8(3), 70–

79. Žiūrēta 2021-05-24. Prieiga internetu:

https://www.researchgate.net/publication/329125364_Dividend_policy_in_the_banking_sector_in_G-7_and_GCC_countries_A_comparative_study

Hardy, B. (2021). Covid-19 bank dividend payout restrictions: effects and trade-offs. *BIS Bulletin*, 38(2708-

0420). Žiūrēta 2021-05-02 Prieiga internetu: <https://www.bis.org/publ/bisbull38.pdf>

Hassani, H., Ghodsi, M., Howell, G. (2010). A note on standard deviation and standard error. *Teaching*

Mathematics and Its Applications, 29(2), 108–112. Žiūrēta 2021-09-01. Prieiga internetu:

https://www.researchgate.net/publication/250900199_A_note_on_standard_deviation_and_standard_error

Hauser, R. (2013). Did dividend policy change during the financial crisis? *Managerial Finance*, 39(6), 584–

606. Žiūrēta 2021-12-04. Prieiga internetu:

<https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/03074351311322861/full/pdf?title=did-dividend-policy-change-during-the-financial-crisis>

Horschler, H., Figeac, J.-A., Lipchev, P., Dietrich, A. (2017). *Determinants of stock prices of selected*

European banks. Žiūrēta 2021-05-28. Prieiga internetu:

https://www.researchgate.net/publication/319521696_Determinants_of_stock_prices_of_selected_European_banks

- Ilbasmis, M., Gronwald, M., Jun, Z. Y. (2018). Diversification Power of Real Estate Market Securities: The Role of Financial Crisis and Dividend Policy. *SSRN Electronic Journal*, 7015(2364-1428). Žiūrēta 2021-01-13. Prieiga internetu: https://www.cesifo.org/DocDL/cesifo1_wp7015.pdf
- Investing.com - Stock Market Quotes Financial News*. (b. m.). Investing.com. Žiūrēta 2021-07-01. Prieiga internetu: <https://www.investing.com>
- Jakob, K., Nam, Y. (2019). Heaping on Dividends: The Role of Dividend Size and Information Uncertainty. *Journal of Behavioral Finance*, 21(1), 14–26. Žiūrēta 2021-01-06 Prieiga internetu: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/15427560.2019.1587763>
- Jones, M. (2020). Global dividend plunge to be worst since financial crisis. *Reuters*. Žiūrēta 2021-12-04. Prieiga internetu: <https://www.reuters.com/article/us-global-markets-dividends-idUSKBN25J0WI>
- Jovković, B., Vasić, A. S., Bogičević, J. (2021). Determinants of Dividend Policy: A Case of Serbia's Banking Sector: Dejavniki dividendne politike: primer bančnega sektorja v Srbiji. *Our Economy (Nase Gospodarstvo)*, 67(1), 13–22. Žiūrēta 2021-07-26. Prieiga internetu: <https://sciendo.com/pdf/10.2478/ngoe-2021-0002>
- Kasnauskienė, G. (2010). *Statistika verslo sprendimams*. Vilniaus Universiteto Leidykla. ISBN: 978-9955-33-613-6
- Kawano, L. (2014). The Dividend Clientele Hypothesis: Evidence from the 2003 Tax Act. *American Economic Journal: Economic Policy*, 6(1), 114–136. Žiūrēta 2021-01-17 Prieiga internetu: <https://doi.org/10.1257/pol.6.1.114>
- Kowalewski, O. (2012). Does Corporate Governance Determine Corporate Performance and Dividends During Financial Crisis: Evidence from Poland. *Wharton Financial Institutions Center Working Paper*, 12-14. Žiūrēta 2021-01-06 Prieiga internetu: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2146168>
- Kragt, J., de Jong, F., Driessen, J. (2019). The Dividend Term Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 55(3), 829–867. Žiūrēta 2021-01-03. Prieiga internetu:

<https://www.cambridge.org/core/journals/journal-of-financial-and-quantitative-analysis/article/dividend-term-structure/453801BD62ACEF33DBA3D8794782E54B>

Lestari, H. S. (2018). Determinants of corporate dividend policy in Indonesia. *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science*, 106, 012046. Žiūrėta 2021-01-17 Prieiga internetu: <https://iopscience.iop.org/article/10.1088/1755-1315/106/1/012046/pdf>

Li, G. (2016). Growth options, dividend payout ratios and stock returns. *Studies in Economics and Finance*, 33(4), 638–659. Žiūrėta 2021-01-04 Prieiga internetu: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/SEF-08-2015-0195/full/pdf>

Lietuvos Bankas. (2020). *ECB prašo bankų nemokėti dividendų bent iki 2020 m. spalio mėn.* Lietuvos Bankas. Žiūrėta 2021-01-09 Prieiga internetu: <https://www.lb.lt/lt/naujienos/ecb-praso-banku-nemoketi-dividendu-bent-iki-2020-m-spalio-men>

Lietuvos Respublikos Seimas. (2021). *VIII-1835 Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas.* Žiūrėta 2020-10-18. Prieiga internetu: <https://e-seimas.lrs.lt/portal/legalAct/lt/TAD/TAIS.106080/asr>

Majanga, B. B. (2015). The Dividend Effect on Stock Price- An Empirical Analysis of Malawi Listed Companies. *Accounting and Finance Research*, 4(3). Žiūrėta 2021-07-01. Prieiga internetu: https://www.researchgate.net/publication/282514704_The_Dividend_Effect_on_Stock_Price-An_Empirical_Analysis_of_Malawi_Listed_Companies

María, J., Esteban, D. (2001). *Dividend Policy of European Banks.* Žiūrėta 2021-05-30. Prieiga internetu: https://www.researchgate.net/publication/5200890_Dividend_Policy_of_European_Banks

MarketWatch. (b. m.). MarketWatch. Žiūrėta 2021-07-01. Prieiga internetu: <https://www.marketwatch.com/>

Matos, P. V., Barros, V., & Sarmiento, J. M. (2020). Does ESG Affect the Stability of Dividend Policies in Europe? *Sustainability*, 12(21), 8804. Žiūrėta 2021-01-11 Prieiga internetu: <https://www.mdpi.com/2071-1050/12/21/8804/htm>

- Miglo, A. (2020). Zero-Debt Policy under Asymmetric Information, Flexibility and Free Cash Flow Considerations. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(12), 296. Žiūrėta 2021-01-11 Prieiga internetu: <https://www.mdpi.com/1911-8074/13/12/296/htm>
- Miletić, M. (2015). Applicability of the firm life cycle theory of dividends on Croatian capital market. *The 2015 WEI International Academic Conference Proceedings*. Žiūrėta 2021-01-13 Prieiga internetu: <https://www.westeastinstitute.com/wp-content/uploads/2015/06/Marko-Mileti%C4%87.pdf>
- Muriungi, A., Mwangi, M. (2020). Dividend Theory and Empirical Evidence: A Theoretical Perspective. *Journal of Accounting Finance and Auditing Studies (JAFAS)*, 6(3), 120–134. Žiūrėta 2021-01-04 Prieiga internetu: <https://search.proquest.com/docview/2432563903>
- Mustafa Al-Sharif, B. (2020). Dividend-Payout Policy and Share-Price Volatility in Islamic Banks: Evidence from Jordan. *Asian Economic and Financial Review*, 10(3), 266–274. Žiūrėta 2021-01-07 Prieiga internetu: [http://www.aessweb.com/pdf-files/AEFR-2020-10\(3\)-266-274.pdf](http://www.aessweb.com/pdf-files/AEFR-2020-10(3)-266-274.pdf)
- Neale, P., Thapa, S., Boyce, C. (2006). *Monitoring and Evaluation -1 PREPARING A CASE STUDY: A Guide for Designing and Conducting a Case Study for Evaluation Input*. Žiūrėta 2021-01-04 Prieiga internetu: <http://era.gov.kh/eraasset/uploads/2020/02/Preparing-a-CaseStudyAGuide-forDesigning-andConducting.pdf>
- Omerhodžić, S. (2014). Identification and Evaluation of Factors of Dividend Policy. *Economic Analysis*, 47(1-2), 42–58. Žiūrėta 2021-01-03. Prieiga internetu: <https://www.library.ien.bg.ac.rs/index.php/ea/article/view/284/280>
- Pakalniškienė, V. (2012). *Tyrimo ir įvertinimo priemonių patikimumo ir validumo nustatymas*. Vilniaus universiteto leidykla. Žiūrėta 2021-09-01. Prieiga internetu: https://www.vu.lt/site_files/LD/Tyrimo_ir_%C4%AFvertinimo_priemoni%C5%B3_patikimumo_ir_validumo_nustatymas.pdf
- Pasto, V., Quina, R., Prowse, D. (2021). *Major European Banks' 1Q21 Earnings to Show Gradual Recovery*. Fitchratings. Žiūrėta 2021-05-24. Prieiga internetu:

<https://www.fitchratings.com/research/banks/major-european-banks-1q21-earnings-to-show-gradual-recovery-22-03-2021>

Petrina, S. (2014). Methods of Analysis Case Analysis. *The University of British Columbia*. Žiūrēta 2021-09-01. Prieiga internetu: https://www.researchgate.net/publication/333434735_Case_Analysis

Pettenuzzo, D., Sabbatucci, R., Timmermann, A. (2020). *Dividend Suspensions and Cash Flow Risk during the COVID-19 Pandemic*. Žiūrēta 2021-01-08 Prieiga internetu: https://cepr.org/active/publications/discussion_papers/dp.php?dpno=14921

Pontoh, W. (2016). The Motives behind Dividend Policy. *International Journal of Economics and Business Administration*, IV(Issue 2), 29–40. Žiūrēta 2021-01-10 Prieiga internetu: <https://www.ijeba.com/documents/papers/2-PONTOH.pdf>

Qontigo. (2021). *EURO STOXX® BANKS INDEX*. Qontigo. Žiūrēta 2021-06-06. Prieiga internetu: <https://www.stoxx.com/document/Bookmarks/CurrentFactsheets/SX7GT.pdf>

Qontigo - Financial Intelligence Innovator. (b. m.). Qontigo. Žiūrēta 2021-07-01. Prieiga internetu: <https://www.stoxx.com/>

Raza, H., Ramakrishnan, S., Gillani, S. M. A. H., Ahmad, H. (2018). The Effect of Dividend Policy on Share Price: A Conceptual Review. *International Journal of Engineering Technology*, 7(4.28), 34. Žiūrēta 2021-10-01. Prieiga internetu: https://www.researchgate.net/publication/329873386_The_Effect_of_Dividend_Policy_on_Share_Price_A_Conceptual_Review

Rhee, K., Park, K. S. (2018). Changes in dividend smoothing after the financial crisis. *Economics Letters*, 172(0165-1765), 37–39. Žiūrēta 2021-01-13 Prieiga internetu: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165176518303288>

Sanne, W., Rehan, A., Cheska, L. (2021). *European banks' payout ratio rises amid "catch-up" dividends, buybacks*. S&PGlobal. Žiūrēta 2021-12-04. Prieiga internetu:

<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/european-banks-payout-ratio-rises-amid-catch-up-dividends-buybacks-67949429>

Shao, L., Kwok, C. C., Guedhami, O. (2010). National culture and dividend policy. *Journal of International Business Studies*, 41(8), 1391–1414. Žiūrēta 2021-01-05 Prieiga internetu: <https://www.jstor.org/stable/pdf/40863986.pdf>

Shchurina, S. V., Prunenko M. A. (2019). The Dividend Policy For Banking Sector: Examples Of Russian And Chinese Banks. *The European Proceedings of Social and Behavioural Sciences*, 2357-1330. Žiūrēta 2021-02-16 Prieiga internetu: https://www.researchgate.net/publication/331905175_The_Dividend_Policy_For_Banking_Sector_Examples_Of_Russian_And_Chinese_Banks

Statista. (b. m.). *Statista - The Statistics Portal for Market Data, Market Research and Market Studies*. Statista. Žiūrēta 2021-07-01. Prieiga internetu: <https://www.statista.com/>

Suliman Al-Fasfus, F. (2020). Impact of Free Cash Flows on Dividend Pay-Out in Jordanian Banks. *Asian Economic and Financial Review*, 10(5), 547–558. Žiūrēta 2021-01-06 Prieiga internetu: [http://www.aessweb.com/pdf-files/AEFR-2020-10\(5\)-547-558.pdf](http://www.aessweb.com/pdf-files/AEFR-2020-10(5)-547-558.pdf)

The Wall Street Journal Breaking News, Business, Financial and Economic News, World News and Video. (b. m.). The Wall Street Journal. Žiūrēta 2021-07-01. Prieiga internetu: <https://www.wsj.com/>

Treiber, L. (2022). *European banks surprise to the upside again*. Wisdomtree. Žiūrēta 2021-06-06. Prieiga internetu: <https://www.wisdomtree.eu/en-gb/blog/2020-11-25/european-banks-surprise-to-the-upside-again>

Vaškėlaitis, V., Martišiūtė, V. (2010). Dividendai ir jų mokėjimas: teisinis vertinimas. *Teisė*, 76(1392–1274), 7–20. Žiūrēta 2020-10-17 . Prieiga internetu: <https://www.journals.vu.lt/teise/article/download/228/178/>

World Bank. (b. m.). *World Bank Open Data | Data*. Worldbank. Žiūrēta 2021-07-01. Prieiga internetu: <https://data.worldbank.org/>

Yahoo Finance. (b. m.). *Yahoo Finance - Business Finance, Stock Market, Quotes, News*. Yahoo Finance.

Žiūrėta 2021-07-01. Prieiga internetu: <https://finance.yahoo.com/>

DIVIDENDŲ POVEIKIO AKCIJŲ RINKOS VERTEI VERTINIMAS

Gerda BRIEDIENĖ

Baigiamasis magistro darbas

Finansų ir bankininkystės studijų programa

Vilniaus universitetas, Ekonomikos ir verslo administravimo fakultetas

Darbo vadovė – dr. D. Teresienė

Vilnius, 2022

SANTRAUKA

47 puslapiai, 10 lentelių, 12 paveikslų, 94 šaltiniai.

Dividendai yra plačiai nagrinėjamas moksliniuose straipsniuose objektas. Dividendais įmonės vadovybė siekia apdovanoti esamus akcininkus ir taip pat pritraukti naujų investuotojų. Kaip teigia žvirblio rankoje teorija, investuotojai yra labiau linkę investuoti į įmonės kurios moka dividendus nei į tas kurios jų nemoka, nes jie labiau vertina dabartinius išmokėjimus nei ateities padidėjusių akcijų vertę. Autoriai išskiria skirtingas dividendų mokėjimo politikas ir jų įtaką akcijų kainai: vieni laikosi nuomonės, kad dividendai turi įtakos akcijų kainai (Dividendų politikos nereikšmingumo ir likučio teorijos), kiti teigia, kad dividendai turi įtakos akcijų kainai (laisvų pinigų, stabilių dividendų, „Žvirblio rankoje“, mokesčių argumentų, signalizavimo, gyvavimo ciklo teorijos).

Tyrimo metu siekiama nustatyti dividendams įtaką darančius veiksnius ir dividendų įtaką akcijų kainai Euro Stoxx banks indeksui priklausantiems bankams 2016-2020 m. laikotarpiu. Atvejo analizės metu nustatyta, kad ECB 2020.03-2021.09 laikotarpiu rekomendavo bankams neskirti dividendų. Pasitelkus statistinę duomenų analizę nustatyta, kad ne visi bankai laikėsi rekomendacijų ir net 82 proc. bankų vis tiek per 2020 m. mokėjo dividendus. Atlikus akcijos rinkos kainos kintamumo analizę, nustatyta, kad vidutiniškai bankų kurie moka dividendus kintamumas yra mažesnis. Koreliacinės analizės metu nustatyta, kad tarp skolos ir turto santykio ir dividendų egzistuoja labai silpna neigiama koreliacija, tarp bankų dydžio ir dividendų egzistuoja labai silpna teigiama koreliacija ir tarp nepaskirstyto pelno ir kapitalo ir dividendų egzistuoja silpna teigiama koreliacija. Taip pat nustatyta, kad tarp dividendų tenkančių vienai akcijai ir akcijos kainos egzistuoja stipri teigiama koreliacija. Kad dividendai tenkantys vienai akcijai turi įtakos akcijų kainai taip pat patvirtina regresinė analizė. Regresinės analizės metu taip pat paneigtos hipotezės, kad bankų dydis, skolos ir turto santykis, nepaskirstyto pelno ir kapitalo santykis daro įtaką akcijų kainai.

ASSESSMENT OF THE EFFECT OF DIVIDENDS ON THE STOCK MARKET VALUE

Gerda BRIEDIENĖ

Master thesis

Finance and Banking master study programme

Vilniaus University, Faculty of Economics and Business Administration

Supervisor – dr. D. Teresienė

Vilnius, 2022

SUMMARY

47 pages, 10 charts, 12 pictures, 94 references.

Dividends are widely discussed topic in scientific articles. The company's management aims to reward existing shareholders with dividends and also to attract new investors. According to the bird-in-hand theory, investors are more likely to invest in companies that pay dividends than in those that do not, because they value current payouts more than the future value of stocks. The authors distinguish between different dividend payment policies and their impact on the share price: some argue that dividends affect the share price (dividend irrelevance theory and residual theory), others argue that dividends affect the share price (free cash flow, stable dividend, bird-in hand, tax effect, signaling and life cycle theory).

The study aims to determine the factors influencing dividends and the impact of dividends on the share price of banks belonging to the Euro Stoxx banks index in the period 2016 – 2020. The case study found that the ECB recommended to banks to not distribute retained earnings as dividends between 2020 March and 2021 September. Statistical analysis found that not all banks complied with the recommendations and 82 % of banks paid dividends in 2020. An analysis of the volatility of the stock market price has shown that, on average, the volatility of banks that pay dividends is lower. The correlation analysis found a very weak negative correlation between the debt-to-asset ratio and dividends, a very weak positive correlation between bank size and dividends, and a weak positive correlation between retained earnings and capital and dividends. There was also a strong positive correlation between dividends per share and share prices. The regression analysis also confirms that dividends per share affect the share price. The regression analysis also refuted the hypothesis that the size of banks, the debt-to-asset ratio, and the retained earnings-to-equity ratio affect the share price.

PRIEDAI

1 priedas. Euro Stoxx Banks indekso sąrašas

EURO STOXX® BANKS INDEX

Components¹

Company	Supersector	Country	Weight (%)
BNP PARIBAS	Banks	France	15.70
BCO SANTANDER	Banks	Spain	13.34
INTESA SANPAOLO	Banks	Italy	11.24
ING GRP	Banks	Netherlands	10.73
BCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA	Banks	Spain	8.30
DEUTSCHE BANK	Banks	Germany	5.83
UNICREDIT	Banks	Italy	5.47
GRP SOCIETE GENERALE	Banks	France	5.04
KBC GRP	Banks	Belgium	4.37
CREDIT AGRICOLE	Banks	France	4.10
CAIXABANK	Banks	Spain	2.45
FINECOBANK	Banks	Italy	2.34
ERSTE GROUP BANK	Banks	Austria	2.26
COMMERZBANK	Banks	Germany	1.41
ABN AMRO BANK	Banks	Netherlands	1.30
BANK OF IRELAND GROUP	Banks	Ireland	1.01
NATIXIS	Banks	France	1.00
BANCO BPM	Banks	Italy	0.98
BANKINTER	Banks	Spain	0.96
BAWAG GROUP AG	Banks	Austria	0.82
BCO SABADELL	Banks	Spain	0.70
RAIFFEISEN BANK INTERNATIONAL	Banks	Austria	0.65

Šaltinis: Qontigo, 2021.

2 priedas. Euro Stoxx Banks dividendai tenkantys vienai akcijai

	2016	2017	2018	2019	2020	Vidurkis
ABN AMRO BANK	0.84	1.09	1.45	1.40	0.68	1.09
BANCO BPM	0.11	0.00	0.00	0.00	0.08	0.04
Banco de Sabadell S.A.	0.07	0.05	0.07	0.03	0.02	0.05
BANK OF IRELAND GROUP	0.00	0.00	0.12	0.16	0.18	0.09
BANKINTER	0.21	0.25	0.29	0.29	0.10	0.23
BAWAG GROUP AG		0.00	0.58	2.18	2.61	1.34
BCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA	0.37	0.30	0.25	0.26	0.16	0.27
BCO SANTANDER	0.22	0.24	0.26	0.26	0.00	0.20
BNP PARIBAS	2.31	2.70	3.02	3.02	3.10	2.83
CAIXABANK	0.15	0.13	0.15	0.10	0.07	0.12
COMMERZBANK	0.20	0.00	0.00	0.20	0.20	0.12
CREDIT AGRICOLE	0.58	0.58	0.63	0.69	0.00	0.50
DEUTSCHE BANK	0.00	0.19	0.11	0.11	0.00	0.08
ERSTE GROUP BANK	0.50	1.00	1.20	1.40	0.00	0.82
FINECOBANK	0.26	0.28	0.29	0.30	0.32	0.29
GRP SOCIETE GENERALE	2.00	2.20	2.20	2.20	2.20	2.16
ING GRP	0.65	0.66	0.67	0.68	0.45	0.62
INTESA SANPAOLO	0.14	0.18	0.20	0.20	0.19	0.18
KBC GRP	1.00	2.80	3.00	3.50	2.50	2.56
NATIXIS	0.35	0.35	0.37	0.48	0.31	0.37
RAIFFEISEN BANK INTERNATIONAL	0.00	0.00	0.62	0.93	3.00	0.91
UNICREDIT	0.60	0.00	0.32	0.27	0.63	0.36

Šaltinis: sudaryta darbo autorės.

3 priedas. Pearson tiesinės koreliacijos koeficiento interpretavimas

WORLD'S BIGGEST DIVIDEND PAYERS

Rank	14Q2	15Q2	16Q2	17Q2	18Q2	19Q2	20Q2
1	Nestlé SA	Nestlé SA	Nestlé SA	Nestlé SA	Nestlé SA	Rio Tinto	Nestlé SA
2	Ecopetrol SA	Sanofi	Sanofi	Zurich Insurance Group AG Ltd	Daimler AG	Nestlé SA	Rio Tinto
3	Sanofi	HSBC Holdings plc	HSBC Holdings plc	HSBC Holdings plc	Samsung Electronics	Sberbank of Russia.	China Mobile Limited
4	Hutchison Whampoa Ltd.	China Mobile Limited	Daimler AG	Sanofi	Sanofi	Sanofi	Allianz SE
5	China Mobile Limited	Anheuser-Busch InBev	Allianz SE	Royal Dutch Shell Plc	BNP Paribas	Allianz SE	Sanofi
6	Commonwealth Bank of Australia	Allianz SE	Commonwealth Bank of Australia	Allianz SE	Allianz SE	BNP Paribas	Microsoft Corporation
7	Statoil ASA	Commonwealth Bank of Australia	Anheuser-Busch InBev	BNP Paribas	HSBC Holdings plc	HSBC Holdings plc	AT&T, Inc.
8	HSBC Holdings plc	Toyota Motor Corporation	Toyota Motor Corporation	National Grid Plc	China Mobile Limited	Daimler AG	Exxon Mobil Corp.
9	Basf SE	Wal-Mart Stores, Inc.	Total S.A.	Anheuser-Busch In Bev SA/NV	Anheuser-Busch In Bev SA/NV	Intesa Sanpaolo Spa	Toyota Motor Corporation
10	Toyota Motor Corporation	A.P. Moller - Maersk AS	BNP Paribas	Daimler AG	Royal Dutch Shell Plc	Total S.A.	Apple Inc
Subtotal \$bn	45.5	39.5	41.1	42.3	46.5	49.1	44.5
% of total	10%	9%	10%	10%	10%	10%	12%
11	Allianz SE	A.P. Moller - Maersk AS	Wal-Mart Stores, Inc.	Commonwealth Bank of Australia	Total S.A.	Royal Dutch Shell Plc	Samsung Electronics
12	Daimler AG	Exxon Mobil Corp.	China Mobile Limited	Samsung Electronics	Commonwealth Bank of Australia	Deutsche Telekom AG	Basf SE
13	Anheuser-Busch InBev	Vivendi	British American Tobacco	Costco Wholesale Corp	Intesa Sanpaolo Spa	AT&T, Inc.	Deutsche Telekom AG
14	British American Tobacco	Apple Inc	Apple Inc	Apple Inc	Axa	Exxon Mobil Corp.	Zurich Insurance Group AG Ltd
15	Wal-Mart Stores, Inc.	Basf SE	Exxon Mobil Corp.	Exxon Mobil Corp.	Deutsche Telekom AG	China Mobile Limited	Walmart Inc
16	Deutsche Telekom AG	British American Tobacco	Basf SE	China Mobile Limited	Apple Inc	Axa	Chevron Corp.
17	Exxon Mobil Corp.	Daimler AG	Axa	Toyota Motor Corporation	Toyota Motor Corporation	Samsung Electronics	Bayer AG
18	Cheung Kong (Holdings) Ltd.	Zurich Insurance Group AG Ltd	Glaxosmithkline plc	Deutsche Telekom AG	Rio Tinto	Toyota Motor Corporation	JPMorgan Chase & Co.
19	Zurich Insurance Group AG Ltd	Axa	AT&T, Inc.	Intesa Sanpaolo Spa	Exxon Mobil Corp.	Apple Inc	Rosneft Oil Co.
20	Apple Inc	Samsung Electronics	Deutsche Telekom AG	Wal-Mart Stores, Inc.	Basf SE	Microsoft Corporation	Johnson & Johnson
Subtotal \$bn	30.8	28.7	30.6	32.9	36.3	36.5	27.4
Grand total \$bn	76.3	68.2	71.7	75.2	82.8	85.6	71.9
% of total	17%	16%	17%	17%	17%	17%	19%

Šaltinis: Jones, 2020.

4 priedas. Regresijos duomenys prieš korekcijas

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-3.118	9.312	-0.335	0.738	-21.589	15.353
EPS (Basic)	4.019	0.510	7.884	0.000	3.008	5.030
Dividendai vienai akcijai	9.362	1.076	8.697	0.000	7.227	11.497
Log turtas	1.921	1.785	1.076	0.284	-1.620	5.462
DAR	-5.495	11.075	-0.496	0.621	-27.462	16.471
INV	-0.824	3.213	-0.256	0.798	-7.198	5.550
Grynasis pelnas	-0.001	0.000	-4.209	0.000	-0.002	-0.001

Šaltinis: Sudaryta darbo autorės.

5 priedas. Regresijos duomenys iš jos išėmus INV rodiklį

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-3.629	9.055	-0.401	0.689	-21.588	14.330
EPS (Basic)	4.003	0.504	7.948	0.000	3.004	5.002
Grynasis pelnas	-0.001	0.000	-4.234	0.000	-0.002	-0.001
Dividendai vienai akcijai	9.334	1.066	8.754	0.000	7.220	11.449
Log turtas	1.959	1.771	1.107	0.271	-1.552	5.471
DAR	-5.542	11.023	-0.503	0.616	-27.404	16.319

Šaltinis: Sudaryta darbo autorės.

6 priedas. Regresijos duomenys iš jos išėmus INV ir DAR rodiklius

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-3.073	8.955	-0.343	0.732	-20.831	14.686
EPS (Basic)	4.025	0.500	8.050	0.000	3.034	5.017
Grynasis pelnas	-0.001	0.000	-4.238	0.000	-0.002	-0.001
Dividendai vienai akcijai	9.373	1.060	8.845	0.000	7.271	11.474
Log turtas	1.625	1.635	0.994	0.323	-1.617	4.866

Šaltinis: Sudaryta darbo autorės.

7 priedas. Pakoreguotos regresijos duomenys

ANOVA	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	3.000	22642.971	7547.657	140.389	0.000
Residual	105.000	5645.054	53.762		
Total	108.000	28288.024			

Šaltinis: Sudaryta darbo autorės.

8 priedas. Bankų mėnesinis kintamumas proc. 2016-2020 m. laikotarpiu

Banko pavadinimas	Kintamumas proc.
BNP PARIBAS	8.90%
FINECOBANK	9.15%
KBC GRP	9.53%
ABN AMRO BANK	9.66%
BAWAG GROUP AG	9.91%
BANKINTER	10.28%
RAIFFEISEN BANK INTERNATIONAL	10.42%
ERSTE GROUP BANK	10.50%
NATIXIS	10.64%
CAIXABANK	10.66%
CREDIT AGRICOLE	10.99%
BCO SANTANDER	11.07%
ING GRP	11.29%
INTESA SANPAOLO	11.43%
Banco de Sabadell S.A.	11.69%
DEUTSCHE BANK	11.71%
BCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA	11.72%
GRP SOCIETE GENERALE	12.15%
COMMERZBANK	12.41%
UNICREDIT	12.93%
BANK OF IRELAND GROUP	13.05%
BANCO BPM	16.39%

Šaltinis: Sudaryta darbo autorės.

9 priedas. Bankų mėnesinis kintamumo proc. pasiskirstymas 2016-2020 m. laikotarpiu, pagal dividendų mokėjimą

	Kasmet mokėjo dividendus	Kintamumas:
BANCO BPM	Ne	16.39%
BANK OF IRELAND GROUP	Ne	13.05%
BAWAG GROUP AG	Ne	9.91%
BCO SANTANDER	Ne	11.07%
COMMERZBANK	Ne	12.41%
CREDIT AGRICOLE	Ne	10.99%
DEUTSCHE BANK	Ne	11.71%
ERSTE GROUP BANK	Ne	10.50%
RAIFFEISEN BANK INTERNATIONAL	Ne	10.42%
UNICREDIT	Ne	12.93%
	Vidurkis	11.94%
ABN AMRO BANK	Taip	9.66%
Banco de Sabadell S.A.	Taip	11.69%
BANKINTER	Taip	10.28%
BCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA	Taip	11.72%
BNP PARIBAS	Taip	8.90%
CAIXABANK	Taip	10.66%
FINECOBANK	Taip	9.15%
GRP SOCIETE GENERALE	Taip	12.15%
ING GRP	Taip	11.29%
INTESA SANPAOLO	Taip	11.43%
KBC GRP	Taip	9.53%
NATIXIS	Taip	10.64%
	Vidurkis	10.59%

Šaltinis: Sudaryta darbo autorės.