

**VILNIAUS UNIVERSITETAS**  
**EKONOMIKOS IR VERSLO ADMINISTRAVIMO FAKULTETAS**

**FINANSŲ IR BANKININKYSTĖS MAGISTRO PROGRAMA**

**Jonė Masiulytė**  
**MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS**

**BALTIJOS AKCIJŲ BIRŽOJE LISTINGUOJAMŲ ĮMONIŲ DIVIDENDŲ**  
**POLITIKOS ĮTAKA AKCIJŲ GRAŽAI**

**IMPACT OF DIVIDEND POLICY OF COMPANIES LISTED IN OMX BALTIC**  
**STOCK EXCHANGE TO THE STOCK PERFORMANCE**

**Magistrantas(ė)** \_\_\_\_\_

**Darbo vadovas** \_\_\_\_\_

Darbo vadovas: **doc. dr. Al. Laurinavičius**

Darbo įteikimo data: 2020.12.31

Registracijos Nr.:

Vilnius, 2020

# TURINYS

ĮVADAS .....	7
1 DIVIDENDŲ POLITIKOS FORMAVIMO IR AKCIJŲ GRAŽOS RYŠYS TEORINIŲ ASPEKTU .....	9
1.1 Dividendų politikos teorijos .....	9
1.2 Dividendų politikos formavimas įmonėje .....	14
1.3 Dividendų išmokėjimo formos ir savybės .....	17
1.4 Dividendų išmokėjimo ir akcijų kainos priklausomybė .....	20
1.5 Dividendų išmokėjimo įtakos akcijų gražai vertinimas .....	21
2 DIVIDENDŲ POLITIKOS IR AKCIJŲ GRAŽOS RYŠIO NUSTATYMO METODOLOGIJA .....	27
2.1 Tyrimo imties nustatymas .....	27
2.2 Tyrimo modelis ir eiga .....	30
2.3 Nasdaq OMX Baltic akcijų rinkos indekso OMXBBGI analizė .....	37
2.4 Nasdaq OMX Baltic biržoje listinguojamų įmonių finansinių rodiklių analizė .....	41
3 BALTIJOS AKCIJŲ BIRŽOJE LISTINGUOJAMŲ ĮMONIŲ DIVIDENDŲ POLITIKOS POVEIKIO AKCIJŲ GRAŽAI TYRIMAS .....	51
3.1 Nasdaq OMX Baltic biržoje listinguojamų įmonių akcijų gražos analizė .....	51
3.2 Nasdaq OMX Baltic biržoje listinguojamų įmonių akcijų rizikos analizė .....	54
3.3 Nasdaq OMX Baltic biržoje listinguojamų įmonių dividendų politikos analizė .....	61
3.4 Nasdaq OMX Baltic biržoje listinguojamų įmonių dividendų politikos segmentavimas ..	69
3.5 Investicinių portfelių rezultatų analizė .....	73
3.6 Dividendų politikos ir akcijų gražos ryšys .....	78
IŠVADOS IR PASIŪLYMAI .....	82
LITERATŪROS SĄRAŠAS .....	85
SANTRAUKA .....	92
SUMMARY .....	94

## PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

1 paveikslas. Akcinės bendrovės valdybos sudėtis (sudaryta autorės remiantis Kao et al. (2019), Arifai et al. (2018), OECD (2011)).....	14
2 paveikslas. Dividendų išmokėjimo proceso chronologija (sudaryta autorės remiantis Kvamvold, Lindset (2018); U.S. Securities and Exchange Commission (2017)).....	20
3 paveikslas. Baltijos akcijų biržoje listinguojamų įmonių dividendų politikos įtakos akcijų grąžai tyrimo modelis (sudaryta autorės remiantis Al-Mwalla (2010), Li (2016), Farrukh <i>et al.</i> (2017), Wijekoon (2019)).....	30
4 paveikslas. Baltijos šalių akcijų rinkos indekso „OMX Baltic Benchmark“ (OMXBBGI) vertės ir vidutinės mėnesio grąžos dinamika laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės).....	37
5 paveikslas. Tyrime dalyvaujančių įmonių 5-erių metų vidutinė nuosavo kapitalo grąža (ROE), vidutinė turto grąža (ROA) ir vidutinis grynas pelningumas, laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės). ....	41
6 paveikslas. Tyrime dalyvaujančių įmonių 5-erių metų vidutinė nuosavo kapitalo grąža (ROE), laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės) .....	42
7 paveikslas. Tyrime dalyvaujančių įmonių 5-erių metų vidutinė turto grąža (ROA), laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės).....	43
8 paveikslas. Tyrime dalyvaujančių įmonių 5-erių metų vidutinis grynas pelningumas, laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės).....	44
9 paveikslas. Tyrime dalyvaujančių įmonių ir Baltijos akcijų rinkos indekso OMXBBGI vidutinė metinė grąža laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės) .....	51
10 paveikslas. Tyrime dalyvaujančių įmonių priklausančių VLN regionui 60-ies mėnesių akcijų grąžų histograma laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės).....	52
11 paveikslas Tyrime dalyvaujančių įmonių priklausančių RIG regionui 60-ies mėnesių akcijų grąžų histograma laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės).....	53
12 paveikslas. Tyrime dalyvaujančių įmonių priklausančių TLN regionui 60-ies mėnesių akcijų grąžų histograma laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės).....	53
13 paveikslas. Tyrime dalyvaujančių įmonių vidutinės mėnesio akcijų grąžos palyginimas su standartiniu nuokrypiu laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės).....	54

14 paveikslas. Tyrime dalyvaujančių įmonių 5-erių metų vidutinio dividendų pajamingumo kaita lyginant su dividendų išmokėjimų skaičiumi, laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės) .....	62
15 paveikslas. Tyrime dalyvaujančių įmonių 5-erių metų vidutinio dividendų išmokėjimo rodiklio kaita lyginant su dividendų išmokėjimų skaičiumi, laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės) .....	64
16 paveikslas. Tyrime dalyvaujančių įmonių 5-erių metų vidutinių dividendų, tenkančių vienai akcijai (DPS) kaita lyginant su dividendų išmokėjimų skaičiumi, laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės) .....	67
17 paveikslas. Investicinių portfelių R1:R6, suformuotų pagal išskirtus dividendų pajamingumo rodiklio pokyčio segmentus (R1:R6), gražos dinamika laikotarpiu 2015-2019 m. (sudaryta autorės) .....	73
18 paveikslas. Investicinių portfelių V1:V6, suformuotų pagal išskirtus dividendų išmokėjimo rodiklio pokyčio segmentus (V1:V6), gražos dinamika laikotarpiu 2015-2019 m. (sudaryta autorės) .....	75
19 paveikslas. Investicinių portfelių N1:N6, suformuotų pagal išskirtus dividendų tenkančių vienai akcijai (DPS) rodiklio pokyčio segmentus (N1:N6), gražos dinamika laikotarpiu 2015-2019 m. (sudaryta autorės) .....	76

## **LENTELIŲ SĄRAŠAS**

1 lentelė. Dividendų politikos reikšmingumą nagrinėjantys teoriniai modeliai (sudaryta autorės remiantis Chiang <i>et al.</i> (2006), Baker, Weigand (2015), Dewasiri, Weerakoon Banda (2016)). .....	11
2 lentelė. Direktorių tarybos struktūra (sudaryta autorės remiantis Kao <i>et al.</i> (2019), Arifai <i>et al.</i> (2018), OECD (2011)).....	14
3 lentelė. Dividendų mokėjimo formos (sudaryta autorės remiantis Chazi <i>et al.</i> (2018), Buchanan <i>et al.</i> (2017), David, Ginglinger (2016), He <i>et al.</i> (2016), Hu <i>et al.</i> (2017)).....	17
4 lentelė. Tyrime dalyvaujančių įmonių pagrindiniai duomenys iš Baltijos Oficialiojo sąrašo (sudaryta autorės remiantis Nasdaq OMX Baltic duomenimis, 2020 m. spalio 24 d.) .....	28

5 lentelė. Tyrime dalyvaujančių įmonių pagrindiniai duomenys iš Baltijos Papildomo sąrašo (sudaryta autorės remiantis Nasdaq OMX Baltic duomenimis, 2020 m. spalio 24 d.).....	29
6 lentelė. Tyrime dalyvaujančių įmonių papildomi duomenys (sudaryta autorės remiantis Nasdaq OMX Baltic duomenimis, 2020 m. spalio 24 d.).....	29
7 lentelė. Pagrindinių finansinių rodiklių skaičiavimas (sudaryta autorės remiantis Vertybinių popierių birža NASDAQ OMX Vilnius (2010)).....	31
8 lentelė. Investicinio vieneto dienos grąžos skaičiavimas (sudaryta autorės remiantis Vertybinių popierių birža NASDAQ OMX Vilnius (2010)).....	32
9 lentelė. Investicinio vieneto grąžos periodui skaičiavimas (sudaryta autorės remiantis Davis (2018)).....	32
10 lentelė. Rizikos analizės kintamųjų skaičiavimas (sudaryta autorės) .....	33
11 lentelė. Koreliacijos teigiamo ryšio glaudumo reikšmių skalė (sudaryta autorės).....	33
12 lentelė. Koreliacijos neigiamo ryšio glaudumo reikšmių skalė (sudaryta autorės).....	33
13 lentelė. Rizikos analizės kintamųjų skaičiavimas (sudaryta autorės) .....	34
14 lentelė. Dividendų politikos rodiklių skaičiavimas (sudaryta autorės remiantis Vertybinių popierių birža NASDAQ OMX Vilnius (2010)).....	35
15 lentelė. Tyrime dalyvaujančių įmonių aukštos mėnesio akcijų grąžos ir jų standartinio nuokrypio rezultatai laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės).....	55
16 lentelė. Tyrime dalyvaujančių įmonių vidutinės mėnesio akcijų grąžos ir jų standartinio nuokrypio rezultatai laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės).....	57
17 lentelė. Tyrime dalyvaujančių įmonių žemos mėnesio akcijų grąžos ir jų standartinio nuokrypio rezultatai laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės).....	59
18 lentelė. Tyrime dalyvaujančių įmonių kasmetinis dividendų pajamingumo rodiklio pokytis laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės) .....	63
19 lentelė. Tyrime dalyvaujančių įmonių kasmetinis dividendų išmokėjimo rodiklio pokytis laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės).....	66
20 lentelė. Tyrime dalyvaujančių įmonių kasmetinis dividendų tenkančių vienai akcijai (DPS) rodiklio pokytis laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės).....	68
21 lentelė. Tyrime dalyvaujančių įmonių segmentavimas pagal dividendų pajamingumo rodiklio pokytį (R1:R6) laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės) .....	70
22 lentelė. Tyrime dalyvaujančių įmonių segmentavimas pagal dividendų išmokėjimo rodiklio pokytį (V1:V6) laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės).....	71

23 lentelė. Tyrime dalyvaujančių įmonių segmentavimas pagal dividendų tenkančių vienai akcijai (DPS) rodiklio pokytį (N1:N6) laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės).....	72
24 lentelė. Dividendų pajamingumo rodiklio pokyčio (R1:R6) įtakos investicinių portfelių R1:R6 grąžai empirinio tyrimo rezultatai 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės).....	78
25 lentelė. Dividendų išmokėjimo rodiklio pokyčio (V1:V6) įtakos investicinių portfelių V1:V6 grąžai empirinio tyrimo rezultatai 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės).....	79
26 lentelė. Dividendų tenkančių vienai akcijai rodiklio pokyčio (N1:N6) įtakos investicinių portfelių N1:N6 grąžai empirinio tyrimo rezultatai 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės).....	80

## ĮVADAS

**Temos aktualumas ir naujumas.** Siekiant būti pelningu ir konkurencingu ūkio vienetu itin svarbu užtikrinti įmonės akcijų patrauklumo rinkoje ir pasitikėjimo įmone lygį. Kiekvienas verslas didžiausia dėmesį turėtų koncentruoti tvaraus ryšio kūrimui su jau esamais bei potencialiais akcininkais, nes nuo to priklauso įmonės generuojamas pelnas ateityje. Dividendų politika yra viena iš pagrindinių piemonių, kuri tinkamai įgalinta gali padėti greitai ir tiesiogiai ištransliuoti teigiamą informaciją apie įmonės būklę suinteresuotoms šalims išorėje, taip didinant įmonės akcijų investicinį patrauklumą.

Tačiau prieš priimant sprendimus tiek mokėti dividendus, tiek investuoti į akcijas, mokančias dividendus, itin svarbu suprasti kaip dividendų politikos pasikeitimas ilgainiui veikia akcijų grąžą.

**Tyrimo problema** - Anot Dewasiri, Weerakoon Banda (2016), nepaisant ištisų dešimtmečių teorinių ir empirinių dividendų politikos formavimo ir jos ryšio su įmonės verte įrodynėjimų, dividendų vaidmuo vis dar išlieka neišspręstas mokslinių tyrimų objektas įmonių finansinėje veikloje. Autorius Yakubu (2019) pažymi, kad įmonių dividendų politikos modelis skiriasi ne tik laikui bėgant, bet ir priklausomai nuo šalies kurioje veikia įmonė, ypač tarp išsivysčiusių, besivystančių ir besiformuojančių kapitalo rinkų. Dėl riboto skaičiaus atliktų tyrimų dividendų politikos poveikio akcijų grąžai tema, didelių skirtumų tarp rinkų, kuriose buvo atlikti šie tyrimai ir menko Baltijos akcijų rinkos ištyrimo šiuo aspektu, kyla problema apie Baltijos akcijų biržoje listinguojamų įmonių dividendų politikos įtakos akcijų grąžai prielaidų pagrįstumą. Kadangi akcijų grąža yra esminis investicijas skatinantis veiksnys, siekiant didinti Baltijos rinkos investicinį patrauklumą, dividendų ir akcijų grąžos ryšio nustatymas reikalauja išsamios analizės.

**Tyrimo objektas:** Baltijos akcijų biržoje listinguojamų įmonių dividendų politikos ir akcijų grąžos ryšys.

**Darbo tikslas** – nustatyti Baltijos akcijų biržoje listinguojamų įmonių dividendų politikos įtaką akcijų grąžai.

**Darbo tikslui pasiekti keliami šie uždaviniai:**

1. Išanalizuoti mokslinėje literatūroje pateikiamas teorijas dividendų politikos tematika ir pateikti dividendų politikos formavimo ypatumus.
2. Suformuoti dividendų politikos įtakos Baltijos šalių akcijų grąžai ištyrimo modelį ir apibrėžti tyrimo eigą.

3. Atlikti Baltijos šalių įmonių dividendų politikos įtakos akcijų grąžai tyrimą ir įvertinti dividendų politikos ir akcijų pelningumo ryšį.

4. Įvertinti gautus rezultatus ir pateikti rekomendacijas įmonėms bei investuotojams dividendų politikos ir akcijų grąžos ryšio aspektu.

**Tyrimo metodai.** Mokslinės literatūros analizė (sisteminimas, lyginimas, klasifikavimas ir grupavimas), statistinių duomenų palyginamoji analizė, grafinis duomenų vaizdavimas, finansinių rodiklių skaičiavimas, koreliacinė regresinė analizė.

**Darbo struktūra.** Baigiamąjį darbą sudaro trys pagrindinės dalys.

**Pirmoje dalyje**, remiantis moksline literatūra, aptariamos dividendų politikos teorijos, pateikiama dividendų politikos formavimo įmonėje koncepcija, išryškinamos jos taikymo priežastys, trūkumai, privalumai bei daroma įtaka. Taip pat pristatomos dividendų formos bei savybės, apibūdinama dividendų išmokėjimo ir akcijos kainos priklausomybė. Analizuojami užsienio mokslininkų atlikti tyrimai dividendų politikos ir jos įtakos akcijų grąžai aspektu bei reziumuojami gauti šių tyrimų rezultatai.

**Antroje dalyje**, remiantis išsamiai atlikta nagrinėjamos temos teorine analize, pristatoma tyrimo imtis ir formuojamas tyrimo modelis. Aprašoma nuosekli tyrimo metodologija. Atliekama Nasdaq OMX Baltic akcijų rinkos analizė bei įvertinama Nasdaq OMX Baltic biržoje listinguojamų ir dividendus mokėjusių įmonių finansinė būklė 2015 – 2019 m. laikotarpiu.

**Trečioje dalyje** atliekamas Nasdaq OMX Baltic biržoje listinguojamų ir dividendus mokėjusių įmonių akcijų grąžos ir rizikos ištyrimas. Toliau atliekama šių įmonių dividendų politikos analizė 2015 – 2019 m. laikotarpiu. Gauti rezultatai įvertinami juos segmentuojant progresyvumo-pasyvumo atžvilgiu. Remiantis atliktomis analizėmis bei turimais duomenimis formuojami metiniai investiciniai portfeliai istoriniu laikotarpiu (2015 – 2019 m.). Atliekama koreliacinė regresija siekiant nustatyti ryšį tarp investicinių portfelių grąžos bei dividendų politikos. Įvertinami gauti tyrimo rezultatai ir pateikiamos rekomendacijos įmonėms bei investuotojams nustatyto dividendų politikos ryšio su akcijų grąža aspektu.



# 1 DIVIDENDŲ POLITIKOS FORMAVIMO IR AKCIJŲ GRAŽOS RYŠYS TEORINIU ASPEKTU

Dividendai suprantami kaip įmonės uždirbto pelno dalies proporcingas paskirstymas savo akcininkams. Kaip žinia, dividendų išmokėjimas ir rinkos reakcija į šį veiksma yra tik priimto sprendimo rezultatas. Kaip teigia Kowerski (2017), įmonių dividendų politikos sprendimai yra itin kompleksiški ir sudėtingi, kurių metu kyla tokie klausimai: kaip priimti tinkamą sprendimą, mokėti ar nemokėti dividendus? Kokia proporcija uždirbtu pelnu dalintis su akcininkais? Kaip padaryti pagrįstas prielaidas apie dividendų išmokėjimo poveikį įmonės akcijų kainai ir grąžai? Siekiant išaiškinti dividendų mokėjimo priežastis bei įtaką akcijų kainai ir grąžai, pirmiausia reikia atlikti išsamią dividendų politikos analizę teoriniu aspektu.

## 1.1 Dividendų politikos teorijos

Remiantis Baker, Weigand (2015) pateiktu apibrėžimu, dividendų politika aiškinama kaip įmonės priimta išmokėjimo politika, kurioje yra nustatyti akcininkams skirti pinigų paskirstymo būdai ir dydžiai visu laikotarpiu. Dividendų politikos teorijos pradėtos formuoti nuo XIX a. pr. iki pat šių dienų ir aprėpia mokslininkų Williams (1938), Lintner (1956), Gordon (1959), Miller, Modigliani (1961), Black (1976) ir kt. darbus, kurie formuoja absoliučiai skirtingu požiūriu paremtas dividendų politikos teorijas. Kaip teigia Sarwar *et al.* (2018) dividendų politika yra viena pagrindinių finansų teorijų dalių ir vis dar išlikusi labiausiai diskutuotinu ginčų objektu įmonių finansų literatūroje: tiek išsivysčiusiose, tiek besivystančiose rinkose. Daugybė mokslininkų kūrė teorijas ir atliko tyrimus, kad atskleistų su dividendų politikos dinamika susijusius klausimus, tačiau šiai dienai mokslinėje literatūroje išsiskiria dvi pagrindinės dividendų politikos teorijos (Ngoc, Cuong 2016). Pirmoji dividendų politikos teorija yra laikoma mokslininkų Williams (1938), Lintner (1956), Gordon (1959) darbuose aprašoma dividendų politika, kuri daro lemiamą įtaką įmonės vertei, dar kitaip vadinama **dividendų politikos reikšmingumo teorija**. Williams (1938) sukūrė diskontuotų pinigų srautų (angl. *Discounted cash flow* (DCF)) modelį, kuris vaizduoja įmonės akcijų vertę kaip dabartinę augančio dividendų srauto vertę laikotarpiu, kai investuotojai tikisi, kad dividendai sudarys didžiausią jų grąžos dalį.

Lintner (1956) savo darbe aprašė modelį, kuriuo remiantis galima nusakyti kaip įmonių vadovai nustato dividendų politiką įmonėje. Modelis yra paremtas trimis pagrindiniais mokslinio

tyrimo analizės klausimais: (1) ar dividendų išmokos dydis turi būti kintantis, ar turi išlikti toks, koks buvo praėjusiais metais; (2) ar investuotojai teikia pirmenybę toms įmonių akcijoms, kurios stabiliai moka dividendus, ar toms, kurių dividendų išmokėjimas priklauso nuo uždirbtų pajamų; (3) ar dividendų politika turėtų būti nukreipta labiau į jaunus investuotojus, ar priešingai, į vyresnius (Dewasiri, Weerakoon Banda 2016). Anot mokslininko (1956), esamas dividendų išmokėjimas yra būsimų dividendų sprendimų etalonas, o valdytojai paprastai turi iš anksto nustatytus dividendų išmokų santykius. Galiausiai, įmonių vadovai, atsižvelgdami į konservatyviai sklandžią praeitį, dabartines pajamas adaptuoja į įmonės dividendų lygį. Taigi dividendų pokytis tik iš dalies atspindi uždirbamų pajamų pokytį. Kaip teigia Benartzi *et al.* (1997), Lintner sukurtas modelis bene geriausiai paaiškina dividendų politikos kūrimo procesą iš visų iki šiol sukurtų modelių. Autoriams (1997) antrina Baker, Weigand (2015), reziumuodami, kad Lintner dalinio koregavimo modelis, skirtas dividendų sprendimo procesui apibūdinti, paaiškino apie 85 proc. metinių dividendų pokyčių. Dewasiri, Weerakoon Banda (2016) Lintner modelį lakoniškai apibūdina, kaip dividendų sprendimo priėmimo procesą – mokėti ar nemokėti dividendus.

Antroji dividendų politikos teorija priklauso mokslininkams Miller, Modigliani (1961) ir Black (1976), kurie išvystė **dividendų politikos nereikšmingumo (angl. *irrelevance*) teoriją**, esant tobulos rinkos, racionalios investuotojų elgsenos, užtikrintumo investavimo politikos bei idealaus akcininkų atstovavimo santykių sąlygoms (Dewasiri, Weerakoon Banda 2016). Šioje teorijoje teigiama, kad įmonės vertė priklauso nuo jos disponuojamo turto ir jo sukuriamų pinigų srautų, bet ne nuo pinigų srautų paskirstymo įmonės akcininkams. Taip pat ši teorija aiškina dividendų politikos ir akcijų kainos ryšio nebuvimą. Teoriškai, šią mintį mokslininkai (1961) grindė tuo, kad akcininkas gali likti abejingas įmonės dividendų politikai, nes abiem atvejais, tiek įmonei išmokant dividendus, tiek nemokant dividendų, akcininko uždirbtos pajamos bus vienodos. Pirmu atveju, gavęs dividendų išmoką akcininkas gali nusipirkti naujų akcijų. Antru atveju, investuotojas gali parduoti akcijas, kurioms nėra mokami dividendai, tam kad gautų reikiamą pinigų sumą. Taigi, į dividendus žvelgiant kaip į gaunamus pinigų srautus, investuotojai gali patys dirbtinai kurti savo asmeninę generuojamų pinigų politiką. Tobuloje, trinties<sup>1</sup> (angl. *frictionless*) rinkoje, pinigų paskirstymo formos kaita neturi įtakos vertei, todėl įmonių dividendų politika praranda reikšmę.

---

<sup>1</sup> Trinties rinka (angl. *Frictionless market*) – ekonomikos teorijoje trinties rinka yra finansų rinka be sandorio išlaidų.

Miller ir Modigliani teorijos šalininko Black (1976) pagrindinė dividendų politikos nereikšmingumą grindžianti mintis yra ta, kad itin stipri įmonė, nutardama uždirbtas lėšas panaudoti dividendų išmokėjimui, praranda galimybę investuoti į pelningus projektus. Tačiau, kai įmonė priima priešingą sprendimą - nemokėti dividendų, o investuoti, rezultate matomas tos įmonės akcijų kainos rinkoje didenis prieaugis, nei dividendų išmokėjimo atveju. Žvelgiant iš investuotojų pusės, jų kapitalo prieaugis taip pat tampa didesnis, nei dividendų suma, kurios jie negavo. Savo ruožtu autoriai Baker, Weigand (2015) pažymi, kad Miller ir Modigliani modelis turi trūkumų, kadangi iš tikrųjų kapitalo rinkos nėra nei trinties, nei tobulai veiksmingos. Dividendų egzistavimas paaiškinamas per rinkos trikdžius ar trūkumus, tokius, kaip mokesčiai, asimetrinė informacija (signalizacija), atstovavimo išlaidos ir elgsenos aplinkybės – investuotojų pageidavimai. Taigi dividendų politika gali paveikti akcininkų turtą dėl rinkos trūkumų ar elgsenos aplinkybių. Autorių (2015) mintims antrina Dewasiri, Weerakoon Banda (2016), sutikdami su holistinio modelio, integruojančio visas šiuolaikines dividendų teorijas, įmonės ir rinkos ypatybes, taip pat psichologinį elgsenos poveikį, turintį įtakos sprendimui dėl dividendų mokėjimo, kūrimu.

Nors finansų literatūroje dominuoja dvi pagrindinės, prieš tai aptartos dividendų politikos teorijos, apstu ir kitų teorinių pozicijų, aiškinančių dividendų mokėjimo reiškinių, tačiau dauguma jų visgi remiasi dividendų reikšmingumo argumentu. (žr. 1 lentelė).

**1 lentelė.** Dividendų politikos reikšmingumą nagrinėjantys teoriniai modeliai (sudaryta autorės remiantis Chiang *et al.* (2006), Baker, Weigand (2015), Dewasiri, Weerakoon Banda (2016)).

<b>Dividendų politikos reikšmingumo teorijos</b>	<b>Aprašymas</b>
<b>„Žvirblio rankoje“ teorija</b>	Investuotojai linkę rinktis dividendų išmokėjimo užtikrintumą nei galimybę ateityje uždirbti gerokai didesnę kapitalo grąžą.
<b>Mokesčių poveikio teorija</b>	Investuotojai pageidauja, kad įmonės reinvestuotų uždirbtą pelną, o ne mokėtų dividendus, kai mokesčių tarifai yra didesni dividendams nei ilgalaikiam kapitalo prieaugiui.
<b>Signalizavimo modeliai</b>	Įmonės pranešimai apie dividendų išmokėjimo padidinimą (sumažinimą) veikia kaip indikatorius apie tos įmonės stiprią (silpną) ateitį.
<b>Atstovavimo išlaidų teorija</b>	Įmonės moka dividendus tam, kad suderintų vadovų ir akcininkų interesus bei sumažintų atstovavimo problemas, taip sumažindamos vadovams prieinamas diskrecines lėšas.
<b>Elgsenos poveikio teorija</b>	Investuotojai renkasi dividendus dėl psichologinių priežasčių, susijusių su savikontrolė, psichologine apskaita. Taip pat dėl amžiaus, pajamų ir pensijinio statuso.
<b>Įmonės gyvavimo ciklo teorija</b>	Optimali dividendų politika priklauso nuo įmonės veiklos etapo.

„Žvirblio rankoje“ dividendų politikos teorija yra siejama su Lintner (1956) ir Gordon (1959) darbais, kuriuose mokslininkai plėtojo mintį apie dividendų išmokėjimo asociaciją su mažesne rizika. Baker, Weigand (2015) pastebi, kad ši teorija rodo, jog patrauklesni dabar gaunami dividendų mokėjimai, lyginant su dividendų išlaikymų reinvesticijoms į projektus, kurių graža šiam momentui nėra aiški. Taigi, ši teorija teigia, kad didesnių dividendų mokėjimas ar stabilesnis dividendų mokėjimas didina įmonės vertę, nes dividendai yra apčiuopiamas dalykas, o būsimas akcijų kainos padidėjimas yra abejotinas. Vadinasi įmonės, siekdamos maksimaliai padidinti akcijų kainą, turėtų išlaikyti dideles dividendų išmokas (Robinson 2006).

Bhattacharya (1979) prieštarauja daugumai mokslininkų ir teigia, kad motyvai, kuriais grindžiama „žvirblio rankoje“ teorija dėl dividendų aktualumo, yra klaidingi. Anot autoriaus (1979), įmonės riziką lemia jos pinigų srautų rizika, kurios įmonės dividendų politika nekeičia. Padidėjęs dividendų išmokėjimas natūraliai atsispindės atitinkamai sumažėjusioje akcijų ex-dividendų kainoje.

**Mokesčių poveikio teorija.** Baker, Weigand (2015) teigia, kad mokesčiai yra pagrindinis rinkos trūkumas. Remiantis mokesčių lengvatų paaiškinimu, investuotojai turėtų palankiau vertinti įmonės sprendimą reinvestuoti uždirbtą pelną, o ne paskirstyti laisvas lėšas dividendų pavidalu, kadangi dividendų mokesčio tarifas dažnai yra didesnis nei ilgalaikio kapitalo prieaugio. Tolimesnėse studijose Baker *et al.* (2018) taip pat išlieka prie savo anksčiau išsakytos pozicijos ir teigia, kad investuotojai, kurie gauna palankų apmokestinimą dėl kapitalo prieaugio, gali pasirinkti akcijas, kurių dividendai nėra išmokėti arba yra maži, nes didesnės dividendų išmokos padidina akcininkų mokesstinę naštą. Taip pat, anot mokslininkų (2018) kiekvienas investuotojas turi savo numanomus skaičiavimus, kaip pasirinkti didelius arba mažus piniginius dividendus bei dividendų politiką pagal savo mokesčių kategorijos aplinkybes. Tokia situacija lemia skirtingus klientus dėl didelio ir žemo dividendų pajamingumo priklausomai nuo mokesčių pozicijų.

**Signalizavimo modeliai** yra analizuojami jau ilgą laiką, tokių mokslininkų kaip Ross (1977), Bhattacharya (1979), Robinson (2006), Baker ir Weigand (2015) ir kt. darbuose. Kaip teigia Robinson (2006), jei praktiškai pažeidžiamas aktualios informacijos prisiėmimas visoms suinteresuotosioms šalims, dividendų politika gali būti svarbi įmonės vertei. Tarp išorės investuotojų ir įmonės vadovų gali atsirasti informacijos asimetrija, nes valdytojai gali turėti informacijos, susijusios su įmonės verte, kuri yra neprieinama investuotojams. Įmonės vadovybė

gali naudoti dividendų išmokų pokyčius kaip signalinę priemonę asmeninės informacijos sklaidai ir taip sumažinti informacijos asimetriją.

**Atstovavimo išlaidų teorija** teigia, kad didelio masto pajamų išlaikymas skatina tokį vadovavimo elgesį, kuris nemaksimizuoja akcininkų vertės. Taigi dividendai yra vertinga finansinė priemonė šioms įmonėms, nes dividendų išmokėjimas padeda išvengti vadovų savavališkų investicijų į mažesnę vertę generuojantį turtą (Baker, Dewasiri *et al.* 2018).

Decamps *et al.* (2011) teigia, kad didesnės atstovavimo išlaidos paprastai mažina akcijų kainų svyravimus, kontroliuoja rinkos kapitalizaciją. Autoriai (2011) pažymi, kad įmonės, turinčios didesnes atstovavimo išlaidas, paprastai yra arčiau savo dividendų ribų nei įmonės, turinčios mažesnes agentūrų išlaidas, nors charakteristiškai ir yra panašios.

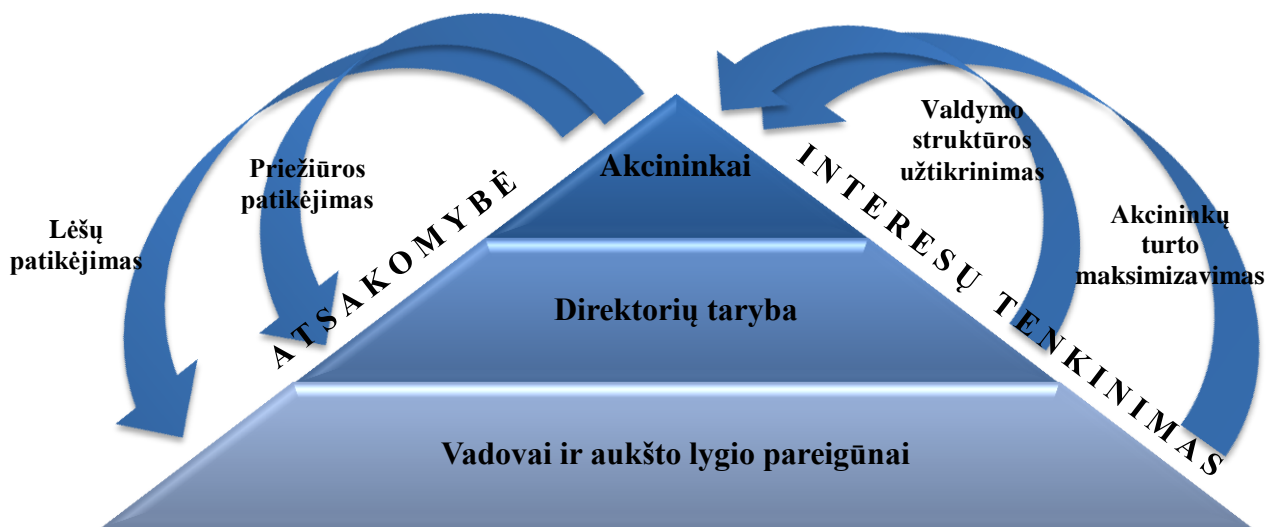
**Elgsenos poveikio teorija**, kaip teigia Baker, Weigand (2015), aiškina, kodėl dividendai investuotojams yra patrauklūs. Shefrin (2009) nagrinėja įvairius su dividendais susijusius elgesio paaiškinimus ir daro išvadą, kad neturinčių pagrindo ir empirinių įrodymų derinys suteikia tvirtą pagrindimą elgsenos poveikio teorijai. Pavyzdžiui, tyrimai rodo, kad vyresnio amžiaus žmonės, pensininkai ir mažas pajamas gaunantys namų ūkiai palankiai vertina dividendus mokančias akcijas vartojimui finansuoti. Priešingai, jaunesni investuotojai, generuojantys vidutines ir aukštas pajamas, nėra suinteresuoti vartojimo finansavimu dividendinėmis akcijomis. Tačiau apklausomis pagrįsti įrodymai, apibendrinti Baker *et al.* (2011), Vokietijoje pasižymi absoliučiai skirtingais rezultatais, o Nyderlanduose išvis trūksta įrodymų šios elgsenos teorijos pagrindimui.

**Įmonės gyvavimo ciklo teorija** teigia, kad įmonei subrendus, jos sugebėjimas generuoti pinigus pralenkia jos gebėjimą rasti pelningas investavimo galimybes. Dėl šios priežasties, įmonė galiausiai turi paskirstyti laisvus pinigų srautus savo akcininkams dividendų pavidalu. Ši teorija smarkiai prieštarauja dividendų signalizavimo teorijai, kuri numato, kad įmonės sprendimas mokėti dividendus yra specialus signalo pasiuntimas rinkai, parodant jog jos augimas ir pelningumas padidėjo (Baker, Weigand 2015).

DeAngelo *et al.* (2006) antrina Baker ir Weigand (2015) prieš tai išsakytoms mintims ir teigia, kad dividendai paprastai mokami subrendusių, įsitvirtinusių įmonių, galinčių atspindėti savo finansinį gyvavimo ciklą. Jaunos įmonės susiduria su gana gausiomis investavimo galimybėmis, tačiau turėdamos ribotus išteklius, jos renkasi uždirbtas lėšas išlaikyti ir reinvestuoti, o ne paskirstyti savo akcininkams dividendų pavidalu. Tuo tarpu brandžios įmonės yra geresnės kandidatės mokėti dividendus, nes jos turi didesnę pelningumą ir mažiau patrauklių investavimo galimybių.

## 1.2 Dividendų politikos formavimas įmonėje

Dividendų politiką plėtojančios įmonės dažniausiai yra akcinės bendrovės, susidedančios iš daugybės valdančiųjų ir prižiūrinčiųjų organų. Pagrindinės tokių įmonių valdymo dalys yra akcininkai, direktorių taryba bei vadovai ir aukšto lygio pareigūnai (žr. 1 paveikslas).



**1 paveikslas.** Akcinės bendrovės valdybos sudėtis (sudaryta autorės remiantis Kao et al. (2019), Arifai et al. (2018), OECD (2011))

Kaip matyti iš 1 paveikslo, įmonėse, kurios priklauso akcininkams, visa atsakomybė priimti daugelį valdymo sprendimų perleidžiama direktoriams ir vadovams. Šie organai yra įpareigojami veikti taip, kad geriausiai tenkintų akcininkų interesus. Akcininkai patiki vadovams investuoti reinvestuoto pelno arba naujai išleistų akcijų lėšas. Tuo tarpu vadovų tikslas – maksimaliai padidinti akcininkų turtą. Įmonės bei vadovybės veiklos stebėjimui akcininkai išrenka direktorių tarybą, kuri tarpininkauja tarp akcininkų ir vadovų, tvirtindama strategijas, politikas, susijungimus, įsigijimus ir kt. (žr. 2 lentelė).

**2 lentelė.** Direktorių tarybos struktūra (sudaryta autorės remiantis Kao et al. (2019), Arifai et al. (2018), OECD (2011))

Direktorių tarybos struktūra	Direktorių tarybos sudėtis
Vienos pakopos struktūra	Viena direktorių taryba, kurioje yra vykdomieji ir nevykdomieji direktoriai (JAV, Jungtinė Karalystė, Indija).
Dviejų pakopų struktūra	Dvi skirtingos tarybos: (1) stebėtojų taryba, kurią sudaro nevykdomieji direktoriai, ir (2) valdymo taryba, kurią sudaro vykdomieji direktoriai. Stebėtojų taryba prižiūri vykdomąją tarybą (Vokietija, Nyderlandai, Suomija, Kinija, Taivanas, Indonezija).

Įmonių dividendų politikos formavimo sprendimas yra paremtas modeliais. Anot Baker, Weigand (2015), akademiniai tyrimai rodo, kad įvairūs veiksniai daro įtaką dividendams, įskaitant įmonės ypatybes, rinkos ypatybes ir pakaitines dividendų formas. Kiekviena įmonė renkasi tokį modelį, kuris geriausiai atitinka įmonės tikslus bei patenkina akcininkų interesus. Remiantis Brunzell *et al.* (2014) atlikta Šiaurės šalių akcijų biržoje listinguojamų įmonių dividendų politikos analize, pagrindiniai dividendų politikos formavimą įmonėse lemiantys faktoriai yra mokesčių optimizavimas, įmonės pelningumas, pajamų stabilumas bei valdytojo ar daugumos savininkų susijusios atstovavimo išlaidos. Tuo tarpu Denis, Setpanyan (2009) atliktuose tyrimuose pažymi, kad Šiaurės Amerikos įmonėse dividendų dydis yra asociuojamas su tokiomis įmonės charakteristikomis kaip pačios įmonės dydis, pelningumas, įmonės branda, reglamentavimas, svertas, institucinių akcijų paketai, o mažiausiai dividendų politikos formavimą siejančios savybės - įmonės augimo galimybės, vidiniai akcijų paketai. Taip pat, autoriai (2009) pastebi dividendų ir rinkos, kurioje veikia įmonė, santykį, įskaitant mokesčių įstatymus, investuotojų apsaugą, viešąjį ar privatų statusą.

Bancel *et al.* (2009) pateikia duomenis, apimančius tarpvalstybinius veiksmus, lemiančius Europos įmonių išmokėjimo politiką, iš kurių matyti, kad pagrindiniai veiksniai, darantys įtaką dividendų politikai, yra panašūs visose šalyse. Tačiau pastebima, kad egzistuoja tam tikri skirtumai tarp šalių, o tai rodo, kad dividendų politiką lemia sudėtinga šalies teisinės ir institucinės struktūros bei įmonės ypatybių, tokių kaip nuosavybės struktūros, sąveika.

Nwamaka *et al.* (2017), atlikę Nigerijos dividendų politikos įtakos įmonės vertei tyrimus, dividendų politikos formas siūlo skirstyti į 4 grupes. Pirmoji dividendų politikos forma pasižymi stabilium išmokėjimo santykiu (angl. *Constant payout ratio*), kuomet įmonė nustato tikslų kasmetinį dividendų išmokėjimo procentą nuo uždirbto pelno. Antroji dividendų politikos forma – reguliari dividendų politika (angl. *Regular dividend policy*). Šiuo atveju kiekvieno dividendų išmokėjimo periodo dividendų suma yra fiksuota. Trečioji dividendų politikos forma yra mažo reguliarumo, bet su papildomais dividendų išmokėjimais (angl. *Low-regular-and-extra dividend policy*), kuomet pajamos yra pakankamos. Paskutinioji išmokėjimų politikos forma yra panaši į trečiąją, tačiau pasižyminti kitomis savybėmis – mažo reguliarumo ir papildomos politikos (angl. *Low Regular and Extra Policy*). Ši forma panaši į nominalųjį mokėjimą, nes nustatyta suma sumokama kiekvieną dividendų laikotarpį. Tačiau papildomi pinigai gali būti išmokėti nereguliais metų laikais, jei įmonė uždirba daugiau pajamų nei paprastai.

Savo ruožtu autoriai Labhane, Mahakud (2016), siekdami nustatyti pagrindinius veiksnius darančius įtaką dividendų politikos formavimui įmonėse, atliko Indijos regionui priklausančių įmonių, nepertraukiamai mokėjusių dividendus laikotarpiu 1994 – 2013, dividendų politikos analizę. Tyrimo rezultatai parodė, kad įmonės, kurių kapitalizacija didesnė bei yra pasiekusios gyvavimo ciklo brandos stadiją ir kurios pasižymėjo aukštu pelningumu, fiksavo didesnę dividendų išmokėjimo rodiklį, lyginant su įmonėmis, kurios turėjo aukštesnes investicines galimybes bei pasižymėjo aukštesniu finansiniu svirtu ir verslo rizika. Būtent išvardinti veiksniai yra laikomi pagrindiniais, sąlygojančiais Indijos įmonių dividendų politiką.

Mokslininkai Yusof, Ismail (2016) atliko 147 Malaizijos viešai listinguojamų bendrovių dividendų politiką lemiančių veiksnių tyrimą. Gauti tyrimo rezultatai indikuoja, jog pajamos, skola, investavimo galimybės, įmonės dydis ir stambūs akcininkai daro didžiausią įtaką dividendų politikos formavimui. Buvo pastebėta, kad įmonės, kurių pajamos yra aukštesnės, dažniausiai pasižymi didesne kapitalizacija, turi didesnę skaičių stambių investuotojų, gauna geresnes investavimo galimybes ir gali pasigirti sąlyginai maža skola, todėl yra linkusios mokėti didesnius dividendus.

Akivaizdu, kad įmonės prieš priimdamos sprendimus mokėti dividendus, yra vedinos daugybės skirtingų galimų motyvų, tokių kaip „padėka” akcininkams už jų pasirinkimą investuoti savo lėšas į bendrovę, taip įvertinant jų lojalumą bei pasitikėjimą (Black 1976). Taip pat, šiuo veiksmu įmonė dažnai išreiškia siekį pasiųsti teigiamą signalą apie jos sėkmingus metus rinkai (Lotfi 2019). Verta paminėti, kad kai kuriose šalyje, tokiose kaip Kanada ar Indija, dividendų forma išmokamos pajamos akcininkams nėra apmokestinamos, kai tuo tarpu pajamos iš akcijų vertės pokyčio, yra. Dėl šios priežasties dividendų mokėjimas tokiuose regionuose yra itin populiarus, tačiau jis neatspindi tikrosios dividendų politikos esmės ir yra naudojamas tik kaip mokesčių vengimo priemonė.

Dividendų mokėjimas ne visuomet siunčia tik teigiamus signalus. Palyginti didelės apimties mokami dividendai indikuoja, kad nors įmonė ir generuoja didelį pelną, galimai jos artimuose strateginiuose planuose stinga konstruktyvių projektų didesnėms pajamos uždirbti. Dėl to, priimamas sprendimas dabartinį perteklinį pelną išskirstyti akcininkams. Tuo atveju, kai įmonė ilgą laikotarpį moka dividendus, kiekvienas didesnis ar mažesnis dividendų išmokėjimas yra atidžiai analizuojamas investuotojų, ieškant priežasčių ir darant prielaidas kokie įvykiai tai galėjo lemti. Pačiu plačiausiu požiūriu, sumažinti dividendai signalizuoja apie pablogėjusią



bendrovės situaciją, tuo tarpu, didesni, atvirkščiai - pagerėjusią. Tokie įmonių dividendų mokėjimo sprendimai bei visuomenės reakcija atsispindi akcijų kainose rinkoje.

Įmonės sprendimas mokėti mažesnius dividendus arba išvis jų nemokėti, po ilgo laikotarpio stabilių išmokų akcininkams, ne visuomet reiškia prastėjančią įmonės padėtį ar finansinius sunkumus, su kuriais ji galimai susiduria. Toks sprendimas gali būti primamas dėl kardinaliai pasikeitusios įmonės valdybos, naujų įmonės strateginių tikslų išsikėlimo ar itin didelių investicijų reikalaujančių projektų vystymo netolimoje ateityje atveju. Taigi, akivaizdu, kad tokiu atveju įmonės sprendimas nemokėti dividendų gali svariai išauginti akcijų vertę ir ilgo laikotarpio akcininkų turtą ateityje. Pasitaiko ir tokių dividendų politikos formavimo atveju, kuomet įmonė nusprendžia mokėti dividendus, nors to daryti neišgali, tam, kad sukurtų iliuziją apie jos pelningumą ir pritrauktų lešų iš išorės tolimesnei veiklai vykdyti.

### 1.3 Dividendų išmokėjimo formos ir savybės

Dažniausiai sutinkamas dividendų išmokėjimas pinigų pavidalu. Tačiau neretai pasitaiko ir išvestinio dividendų mokėjimo atveju – nepiniginio paskirstymo akcijomis. Kaip teigia Baker, De Ridder (2018), empiriniai mokėjimų politikos tyrimai labai skiriasi įvairiose įmonėse, laike, pramonės šakose ir šalyse. Jie rodo, kad pastaraisiais dešimtmečiais pasikeitė tiek mokėjimų akcininkams forma, tiek jų sudėtis. Fama ir French (1992, 1993, 2001) analizė rodo, kad nuo 1926 iki 1999 m. JAV įmonių, mokančių dividendus, dalis sumažėjo nuo 66,5 % iki 20,8 %, o šiuos pokyčius mokslininkai (2001) priskiria jaunesnių ir mažesnių įmonių dalies padidėjimui. Tačiau remiantis Floyd *et al.* (2015) atliktais tyrimais, šis procentas per pastarąjį dešimtmetį padidėjo, o 2012 m. pabaigoje dividendų mokėtojų dalis JAV sudarė 28,1 %.

**3 lentelė.** Dividendų mokėjimo formos (sudaryta autorės remiantis Chazi *et al.* (2018), Buchanan *et al.* (2017), David, Ginglinger (2016), He *et al.* (2016), Hu *et al.* (2017))

Piniginis paskirstymas	Nepiniginis paskirstymas
Reguliarūs piniginiai dividendai (angl. <i>regular cash dividend</i> )	Dividendai akcijomis (angl. <i>stock dividend</i> ) arba premijinė akcijų emisija (angl. <i>bonus issue of shares</i> )
Ekstra arba specialūs dividendai	Pasirinktiniai dividendai akcijomis (angl. <i>optional stock dividends</i> )
Likvidaciniai dividendai	Akcijų skaidymas (angl. <i>stock split</i> )
Akcijų atpirkimas (angl. <i>share repurchases</i> )	Atvirkštinis akcijų skaidymas (angl. <i>reverse stock split</i> )

Įmonės, mokančios reguliarius piniginius dividendus nustatytais laiko intervalais, linkusios juos palaikyti arba didinti, kadangi bet kokie pokyčiai tokių dividendų mokėjime yra itin stiprus signalas rinkai (Baker, De Ridder 2018). Finansiškai stipriais metais, pasitaiko atvejų, kuomet įmonės moka specialiuosius dividendus šalia reguliariai mokamų dividendų, taip paskatindamos investuotojus ir toliau pirkti bei laikyti akcijas. Įmonėms likviduojantis, pinigai paskirstomi akcininkams likvidacinių dividendų pavidalu.

Įmonės, siekdamos padidinti akcininkų skaičių ar sumažinti akcijos kainą, renkasi vykdyti premijinę akcijų emisiją, išleisdamos papildomą akcijų platinimą, proporcingą akcininkų turimam akcijų kiekiui. Toks veiksmas nepakeičia akcininkų nuosavybės proporcijų. Pasitaiko ir kitokio pobūdžio akcijų kiekio padidinimo atvejų – tai akcijų skaidymas. Įmonės, kurios naudojasi tokiu nepiniginiu dividendų paskirstymo būdu, atlikdamos akcijų skaidymą, proporcingai padidina visų išleistų akcijų skaičių, rezultate padalindamos akcijų nominalią vertę. Šį metodą įmonės taiko tuomet, kai siekia maksimizuoti akcijų likvidumą rinkoje – kuomet akcijos tampa per brangios rinkoje, smulkesni investuotojai nebeišgali investuoti į tokias akcijas. Tačiau, toks veiksmas turi neigiamą pusę – jei neįvertinus yra per agresyviai atliekamas akcijų skaidymas, akcijų kaina ateityje gali per stipriai nukristi. Dar vienas būdas, priešingas akcijų skaidymui, yra atvirkštinis akcijų skaidymas, kuris padidina akcijų nominalią vertę, proporcingai sumažindamas akcijų skaičių. Šį metodą įmonės taiko norėdamos padidinti akcijų kainą, tam, kad jos taptų patrauklesnės instituciniams investuotojams. Taip pat, dažnu atveju atvirkštinis akcijų skaidymas tapatinamas su bendrovės užklupusiomis finansinėmis problemomis.

Remiantis Baker, De Ridder (2018) atlikta Švedijos akcijų rinkos analize, nors polinkis mokėti dividendus ir (arba) panaudoti akcijų atpirkimą sumažėjo nuo maždaug 90% 1970 m. iki maždaug 70% per pastarąjį dešimtmetį, skirtingai nuo daugelio kitų šalių, Švedijos korporacijos vis dar naudojasi piniginais dividendais kaip pagrindine priemone akcininkams paskirstyti pajamas. Savo ruožtu mokslininkai Chazi *et al.* (2018) atliko tyrimą JAV, laikotarpiu 1971 – 2010 m., įmonių investuotojų teikiamos pirmenybės imonių dividendų išmokėjimo formai nustatyti. Tyrimo rezultatai parodė, kad JAV investuotojų pirmenybė reguliariems piniginiams dividendams, palyginti su akcijų atpirkimo, laikui bėgant svyravo. Tačiau bendrovių, reguliariai mokančių piniginius dividendus, skaičius ir toliau viršijo tų, kurios reguliariai atpirko savo akcijas. Tuo tarpu autoriai Buchanan *et al.* (2017) taip pat atliko tyrimą JAV, laikotarpiu 2011 – 2013 m., siekdami nustatyti kaip galimi dividendams taikomų mokesčių politikos pokyčiai netolimoje ateityje veikia dividendų politikos sprendimus įmonėse. Rezultatai parodė, kad tokiu

atveju, kai dividendams taikomos mokesčių lengvatos gali būti panaikintos, įmonės rečiau prisiima ilgalaikius įsipareigojimus mokėti reguliarius dividendus ir renkasi išleisti specialius dividendus, pasinaudojant vis dar galiojančiomis mokesčių lengvatomis.

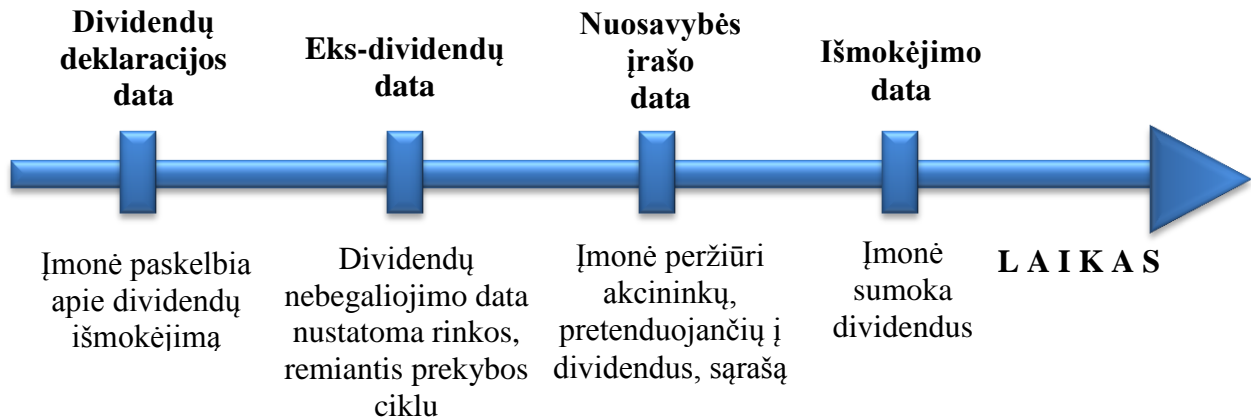
Autoriai David, Ginglinger (2016) atliko tyrimą pasirinktinių dividendų akcijomis (angl. *optional stock dividends*) atvejo Prancūzijos rinkoje, laikotarpiu 2003 – 2012 m. Mokslininkai pateikė unikalų pavyzdį, apie pasirinktinius dividendus akcijomis - mechanizmą, leidžiantį akcininkams vietoj piniginių dividendų pasirinkti lygiavertį naujų akcijų skaičių. Tyrimo rezultatai indikuoja, kad, priešingai nei mažinant dividendus, akcininkai nelaiko šios galimybės bloga žinia, tad įmonėms vietoj piniginių dividendų siūlant pasirinktinius dividendus akcijomis, rinka nereaguoja neigiamai. Susidūrę su pasirinkimu tarp piniginių dividendų ir dividendų akcijomis, akcininkai 55 % iš visų turimų dividendų pasirenka dividendus akcijomis. Taip pat, atliktas tyrimas atskleidžia, kad įmonės, kurios yra labiausiai įsipareigojusios mokėti dividendus, yra labiausiai linkusios naudoti pasirinktinius dividendus akcijomis, tuomet, kai tampa sunku išmokėti piniginius dividendus: kai įvyksta nuosmukis arba kai didelis svertas padidina nuosavo kapitalo poreikį.

Savo ruožtu autoriai He *et al.* (2016) atliko Kinijos rinkoje veikiančių įmonių analizę, laikotarpiu 2003 – 2007 m., siekiant išsiaiškinti dėl kokių priežasčių įmonės nusprendžia mokėti dividendus akcijomis. Atliktas tyrimas parodė, kad šią dividendų mokėjimo formą renkasi vyresnės, pelningesnės įmonės, turinčios mažesnę svertą ir didesnę nepaskirstytą pelną, kurios linkusios daugiau investuoti į ilgalaikį turtą ir veikia regionuose, kuriuose akcininkų apsauga yra žemesnė. Autorių įrodymai rodo, kad dividendų akcijomis inicijavimas yra susijęs su reikšminga teigiama rinkos reakcija ir padidėjusiu analitikų skaičiumi. Tai rodo, kad firmos naudoja akcijų dividendus, tam, kad išsiskirtų rinkoje, kuriai būdinga neskaidrus informacijos atskleidimas, pritraukiant analitikų dėmesį.

Remiantis Hu *et al.* (2017) atliktu akcijų skaidymo iniciavimo tyrimu JAV rinkoje, analizuojant įmones laikotarpiu 1926 – 2012 m., buvo pastebėta, kad bendrovės labiau linkusios vykdyti akcijų padalijimą bulių rinkose, nei meškų rinkose. Taip pat buvo nustatyta, kad tikimybė, jog įmonės skaidys akcijas, yra didesnė ekonominio plėtimosi, nei susitraukimų atveju. Taigi autoriai pastebi, kad bendrai akcijų padalijimą daugiausia lemia verslo ciklo poveikis, nors rinkos būklė ir investuotojų nuotaika vaidina svarbų vaidmenį. Šis rezultatas rodo, kad pagrindinis įmonių motyvas skelbti akcijų padalijimus yra ekonominė aplinka ir įmonių uždirdamas didelis pelnas ekonomikos pakilimo metu.

## 1.4 Dividendų išmokėjimo ir akcijų kainos priklausomybė

Dividendų išmokėjimas yra ganėtinai griežtai reglamentuojamas procesas su atitinkamomis taisyklėmis (Priya, Mohanasundari 2016). Vienas svarbiausių veiksnių šiame procese – laikas, kuris turi būti skelbiamas viešai (žr. 2 pav.).



**2 paveikslas.** Dividendų išmokėjimo proceso chronologija (sudaryta autorės remiantis Kvamvold, Lindset (2018); U.S. Securities and Exchange Commission (2017))

Edelen, Warner (2001) savo atliktame tyrime nustatė, kad išmokos investuotojams ir akcijų kaina tarpusavyje koreliuoja. Kaip reziumuoja dauguma mokslininkų Black (1976), Kvamvold, Lindset (2018) ir kt. dividendų išmokėjimas akcijų kainą paveikia skirtingai atitinkamu šio proceso metu. Įmonei paskelbus apie dividendų išmokėjimą, akcijų kaina rinkoje išauga panašiai tokia pačia suma, kokia ketinami mokėti dividendai už turimas įmonės akcijas. Taip yra todėl, kad nuo paskelbimo momento iki dividendų nebegaliojimo datos dar yra pakankamai laiko naujiems akcininkams įsigyti įmonės akcijų ir gauti dividendus už jas. Suskubę pirkti įmonės akcijas, investuotojai išprovokuoja akcijų kainos augimą. Dividendų išmokėjimo tiksliniai naudos gavėjai yra ilgalaikiai investuotojai. Atvirkštinė tendencija stebima tuomet, kai ateina eks-dividendų data, ir įmonės akcijų kaina panašia suma, kokia buvo pakilusi, krenta. Kiekvienas nusipirkęs įmonės akcijų nebetenduoja išsimokėti dividendus, todėl nėra tokio didelio suinteresuotumo įmonės akcijomis ir jų kaina susinormalizuoja. Dėl dividendų mokėjimo, galimas akcijų kainos disbalansas. Tuo atveju, kai yra išmokami itin dideli dividendai, taip sukuriant optimistines nuotaikas rinkoje, akcijų kaina gali likti didesnė nei prieš dividendų išmokėjimo paskelbimo dieną buvusią. Ir atvirkščiai.

Autoriai Khanal, Mishra (2017) atliko NYSE, AMEX ir NASDAQ akcijų biržose listinguojamų įmonių tyrimą laikotarpiu 2006 – 2012 m., siekdami išsiaiškinti kaip dividendų akcijomis mokėjimo paskelbimai veikia akcijų kainas. Šio tyrimo išvados rodo reikšmingą akcijų kainų padidėjimą, dėl ketinamų mokėti dividendų akcijomis paskelbimo. Toks akcijų kainų išaugimas gali būti susijęs su rinkos lūkesčiais dėl staigaus bendrovių ateities pinigų srautų išaugimo, o tai atitinka rinkos signalizavimo hipotezę. Turėdama informaciją apie būsimus dividendus, rinka suformuoja lūkesčius, dėl įmonės finansinės ateities. Panašius rezultatus stebi mokslininkai Dasilas, Leventis (2011), atlikę akcijų kainos reakcijos į dividendų paskelbimus Graikijos rinkoje tyrimą laikotarpiu 2000 – 2004 m. Tyrimo rezultatai rodo, kad dividendų paskelbimo dieną pastebima statistiškai reikšminga rinkos reakcija, o tai taip pat pagrindžia dividendų signalizavimo teoriją. Dividendų padidėjimas sukelia reikšmingą teigiamą akcijų kainos reakciją, o dividendų sumažėjimas sukelia reikšmingą neigiamą akcijų kainos reakciją. Tuo tarpu nuolatiniai dividendai nekeičia akcijų kainos. Anwar *et al.* (2015) atliktame piniginių dividendų paskelbimo įtakos akcijų grąžai tyime, kurio metu buvo analizuojamos Indijos rinkai priklausančios įmonės, buvo pastebėta, kad po dividendų paskelbimo, akcijų grąža išaugo, tai reiškia, kad akcijų kaina pakilo.

### **1.5 Dividendų išmokėjimo įtakos akcijų grąžai vertinimas**

Teoriniu aspektu dividendai ir akcijų grąža yra glaudžiai susiję. Šį tiesioginį ryšį pagrindžia mokslininkų Gordon (1959), Gwilym *et al.* (2009), Asem (2009), Li (2016) ir kt. atlikti darbai. Visų pirma, dividendų politika, dažniausiai indikuojanti teigiamą signalą, itin susijusi su investuotojų psichologija. Jeigu investuotojas mano, kad įmonė ir toliau dirbs pelningai, jis yra suinteresuotas investuoti į jos akcijas kaip tik įmanoma greičiau, tam, kad generuotų maksimalų pelną. Jeigu taip manančių investuotojų yra pakankamai daug, suaktyvėjęs investuotojų suinteresuotumas akcijomis didina jų kainą. Ir atvirkščiai, dividendų nemokėjimą sviri investuotojų dalis interpretuoja kaip neigiamą signalą ir tai lemia akcijų kainos kritimą. Remiantis investavimo psichologijos esminiais bruožais, galima teigti, kad kiti investuotojai, kurie nespėjo sureaguoti į fundamentalia analize pagrįstus rinkos pokyčius, remiasi „bandos jausmu“ ir elgiasi inertiškai bei emocionaliai – akcijos kainai krentat jas parduoda, kylant – perka. Taigi galima teigti, kad akcijų rinkos kaina yra salygojama kolektyvinės investuotojų nuomonės.

Mokslininkai Gwilym *et al.* (2009) atliko dividendų pajamingumo (angl. *Dividend yield*) įtakos akcijų momentiniam pelnui analizę Didžiosios Britanijos rinkoje. Analizėje buvo naudotos vietinių įmonių akcijos, kurios per paskutinius 12 mėnesių išmokėjo didesnius dividendus, nei prieš tai buvusios 12 mėnesių. Portfelis buvo formuojamas kiekvienų metų pradžioje su 12 mėnesių išlaikymu ir kitų metų pradžioje perbalansuojamas. Buvo pastebėta, kad įmonės, kurios nemoka dividendų, yra linkusios turėti didesnę momentinę pelną. Kita vertus, Asem (2009) atliktoje studijoje nagrinėjamas dividendų išmokos dydžio (angl. *Dividend payment*) poveikis momentiniam akcijų kainos pelnui JAV rinkoje. Tyrimas taip pat nustatė, kad akcijų kainos momentinis pelnas yra didesnis tų įmonių, kurios nemoka dividendų. Papildomai, Asem (2009) parodė, kad dividendų mokėjimo palaikymas yra asocijuojamas su didesne grąža ateityje tose įmonėse, kurios yra „losers“, bet ne „winners“. Galiausiai, Ansem (2009) pastebėjo, kad „buying winners“, kurie padidino dividendų išmokas ir „shorting losers“, kurie sumažino dividendų išmokas – padidino momentinius pelnus. Ansem (2009) remiasi elgsenos teorija aiškindamas empirinius tyrimus. Autorius argumentuoja, kad investuotojai linkę nepakankamai reaguoti į „losers“ pozityvias dividendų išlaikymo naujienas, taip mažindami savo momentinę grąžą. Tačiau, investuotojų nepakankama reakcija į „winners“ pozityvias didesnes dividendų išmokėjimo naujienas, ar „losers“ negatyvias mažesnes dividendų išmokėjimo naujienas, yra pagrindinė priežastis didesnio momentinio pelno gavimui remiantis strategijomis, įtraukiančiomis tokias akcijas.

Mokslininkas Li (2016) siūlo dividendų politikos įtaką įmonės akcijų grąžai analizuoti per dividendų išmokėjimo rodiklį (angl. *Dividend payout ratio*). Dividendų išmokėjimo rodiklis - tai įmonės pelno dalis, mokama akcininkams kaip dividendai. Kuo dividendų išmokėjimo rodiklis yra didesnis, tuo atitinkamai yra didesnė įmonės pelno dalis, išmokama dividendais, ir tuo mažesnė pelno dalis, liekanti įmoneje tolimesnėms investicijoms vykdyti ir ateities augimui užtikrinti. Šios investicijos į ateities augimo galimybes neabejotinai paveiks įmonės būsimą turto riziką ir pinigų srautus. Dėl to dividendų išmokėjimo rodiklis gali turėti didelės įtakos akcijų grąžai. Taigi dividendų išmokėjimo rodiklis yra patrauklus kintamasis, kadangi tuo pačiu metu vertina įmonių pajamas ir dividendus, bei apibrėžia įmonės nepaskirstytąjį pelną, kuris bus skirtas plėsti augimo galimybes ateityje. Li (2016) atliko tyrimą sudarydamas 25 investicinius portfelius – mokslininko empiriniai rezultatai pagrįsti nepriklausomu akcijų rūšiavimu į penkis akcijų kainų augimo tempo portfelius („losers portfolio“ - įtraukiamos blogiausiai pasirodžiusios įmonių akcijos; „winners portfolio“ - įtraukiamos geriausiai pasirodžiusios įmonių akcijos) ir penkis

didėjančius dividendų išmokėjimo koeficientų portfelius (5×5). Į šiuos investicinius portfelius buvo įtrauktos JAV NYSE, AMEX ir NASDAQ akcijų biržose kotiruojamas įmonių akcijos nuo 1965 m. iki 2009 m. ir ne mažiau kaip vienerius metus iki portfelio sudarymo datos. Į tyrimą nepapuołė tos įmonės, kurios buvo tik pradėjusios savo veiklą, uždarojo tipo fondai, užsienio įmonių akcijos. Taip pat, į tyrimą nepapuołė įmonės, kurių akcijų kaina buvo mažesnė nei 5 USD portfelių formavimo dieną ir tos, kurios neturėjo 12 mėn. istorinių grąžos duomenų CRSP.

Visų pirma šis tyrimas parodė, kad mažiausią grąžą ateityje linkusios generuoti „losers“ įmonių akcijos, nemokančios dividendų arba mokančios labai mažus dividendus. Tačiau, kai „losers“ įmonių dividendų išmokėjimo santykis pradeda didėti, akcijų generuojama grąža taip pat ima didėti iki kol pasiekama dividendų išmokėjimo santykio mediana, o tada akcijų generuojama grąža vėl ima mažėti, nors dividendų išmokėjimo santykis tebeauga. Taigi „losers“ akcijų grąža yra linkusi turėti asimetrišką atvirkštinę U-formos priklausomybę su dividendų išmokėjimo santykiu. Taip pat, šis tyrimas parodė, kad „losers“ įmonių akcijos, turinčios vidutinį dividendų išmokėjimo santykį, paprastai generuoja didžiausią grąžą ateityje lyginant su kitomis „losers“ įmonėmis ir jų dividendų išmokėjimo politikomis. Visų antra, šio tyrimo rezultatai parodė, kad didžiausią grąžą ateityje linkusios generuoti „winners“ įmonių akcijos, taip pat nemokančios dividendų arba mokančios labai mažus dividendus. Kai „winners“ įmonės pradeda didinti dividendų išmokas, šių įmonių akcijų generuojama grąža ima mažėti. Galiausiai, tų įmonių, kurios yra tarp „winner“ ir „loser“, akcijų grąža ateityje išlieka tokia pati, nepaisant dividendų išmokėjimo santykio.

Mokslininkai Idris *et al.* (2019) atliko tyrimą dividendų politikos poveikio akcininkų turtui Sirijos rinkoje nustatyti. Autoriai teigia, kad akcininkų turto maksimizavimas turėtų būti kiekvienos įmonės pagrindinis tikslas. Šis tikslas priklauso nuo įmonės veiksmų, o jį pasiekti galima įgalinant dividendinius mokėjimus, kitaip tariant, suformuojant atitinkamą dividendų politiką įmonėje. Tyrimo metu buvo analizuojamos 10 Sirijos įmonių, esančių vartojimo prekių sektoriuje, listinguojamų Bursa Malaysia (MYX) akcijų biržoje, laikotarpiu 2007 – 2017 m. Tyrimo metu akcijos rinkos kaina (angl. *market price per share, MPS*) buvo pasirinktas kaip priklausomas kintamasis, o dividendų politiką apibrėžiantys rodikliai, tokie kaip pelnas vienai akcijai (angl. *earnings per share (EPS)*), dividendai tenkantys vienai akcijai (angl. *dividend per share (DPS)*), nuosavo kapitalo grąža (angl. *return on equity (ROE)*), nepaskirstytas pelnas (angl. *retained earnings (RE)*) atspindėjo nepriklausomus kintamuosius. Šiame tyrime buvo naudojama daugkartinė tiesinė regresijos analizė 5 % reikšmingumo lygiu. Tyrimo rezultatai parodė, kad visi

dividendų politikos kintamieji turi teigiamą poveikį akcininkų turtui (MPS), o pelno vienai akcijai rodiklis (EPS) turėjo didžiausią įtaką akcininkų turtui (MPS).

Savo ruožtu mokslininkas Wijekoon (2019) analizavo dividendų politikos įtaką veiklos rezultatams 82-jų Šri Lankos įmonių, listinguojamų Colombo akcijų biržoje (CSE), laikotarpiu 2013 – 2017 m. Veiklos rezultatams apspręsti buvo pasirinkti vertinti nuosavo kapitalo gražos (ROE) ir turto gražos (ROA) rodikliai, tuo tarpu dividendų politiką rinktaši vertinti skaičiuojant dividendų išmokėjimo ir pelno vienai akcijai (EPS) rodiklius. Tyrimas parodė, kad dividendų politikos rodikliai turėjo teigiamą reikšmingą poveikį įmonių veiklos rezultatams. Autorius remdamasis tyrimo rezultatais reziumuoja, kad dividendų išmokėjimo rodiklis yra įtakingiausias kintamasis apsprendžiant dividendų politiką bei dividendų politikos įtaką įmonės veiklos rezultatams.

Autoriai Al-Mwalla *et al.* (2010) tyrinėjo statinius ir dinامينius ryšius tarp metinių akcijų gražų ir dividendų pajamingumo, akcijos kainos ir pelno santykio rodiklio (P/E) bei įmonės dydžio. Tyrimui atlikti buvo pasirinkta analizuoti 24 Jordanijos įmones, listinguojamas Amman (ASE) akcijų biržoje, laikotarpiu 1980 – 2006 m. Atlikto tyrimo rezultatai parodė, kad tarp dividendų pajamingumo, P/E santykio, įmonės dydžio ir akcijų gražos yra ilgalaikė pusiausvyra Jordanijos įmonėse.

Kaip teigia autoriai Farrukh *et al.* (2017), kadangi klausimas ar dividendų politika turi įtakos akcininkų turtui įmonių finansų srityje vis dar nėra išspręstas, autoriai atliko tyrimą, kurio tikslas buvo nustatyti dividendų politikos poveikį akcininkų turtui ir Pakistano įmonių veiklos rezultatams. Šiame tyrime naudojami kintamieji yra dividendų politika, akcininkų turtas ir įmonės rezultatai. Dividendai tenkantys vienai akcijai (DPS) ir dividendų pajamingumas buvo naudojami vertinant dividendų politiką. Akcininkų turtui įvertinti buvo naudojami pelno vienai akcijai (EPS) rodiklis ir akcijos kaina. Nuosavo kapitalo graža (ROE) buvo naudojama įmonės rezultatams įvertinti. Atlikus regresinę analizę paaiškėjo, kad dividendų politika turi teigiamą reikšmingą poveikį akcininkų turtui ir įmonių veiklos rezultatams. Šis tyrimas rėmėsi ir patvirtino dividendų reikšmingumo, signalo efekto, „žvirblio rankoje“ ir klientūros efekto teorijas.

Atlikus mokslinės literatūros analizę, buvo išskirtos dvi pagrindinės dividendų politikos teorijos – dividendų reikšmingumo (Williams 1938, Lintner 1956, Gordon 1959) ir dividendų nereikšmingumo (Miller, Modigliani 1961, Black 1976), bei papildomos: „žvirblio rankoje“ (Lintner 1956, Gordon 1959), mokesčių poveikio (Baker, Weigand 2015, Baker *et al.* 2018), signalizavimo (Ross 1977, Bhattacharya 1979, Robinson 2006), atstovavimo išlaidų (Baker,



Dewasiri *et al.* 2018, Decamps *et al.* 2011), elgsenos poveikio (Baker, Weigand 2015, Shefrin 2009), įmonės gyvavimo ciklo (Baker, Weigand 2015, DeAngelo *et al.* 2006). Dauguma jų remiasi dividendų reikšmingumo argumentu. Apžvelgus skirtingose rinkose atliktus tyrimus įmonių dividendų politikos formavimo sprendimų priėmimo aspektu, išryškėjo šie pagrindiniai veiksniai darantys tam įtaką: mokesčių optimizavimas, įmonės pelningumas, pajamos, atstovavimo išlaidos (Šiaurės šalių regionas); įmonės dydis, įmonės branda, reglamentavimas, svertas (Šiaurės Amerikos regionas); įmonės kapitalizacija, investicinės galimybės, verslo rizika (Indijos regionas); įmonės skola, stambūs akcininkai (Malaizijos regionas). Apibendrinus, galima pritari autorių Baker, Weigand (2015) prielaidai, kad daugumos mokslinių tyrimų rezultatai indikuoja, jog dividendų politiką lemia įvairūs veiksniai, įskaitant įmonės ypatybes, rinkos ypatybes ir pakaitines dividendų formas.

Išanalizavus galimas dividendų išmokėjimo formas, buvo pastebėta, kad įmonių pasirinkimas dividendus mokėti tam tikra forma, labai skiriasi įvairiose šalyse, regionuose bei laike. Visgi dažniausiai sutinkamas dividendų išmokėjimas piniginiu pavidalu. Tačiau neretai pasitaiko ir išvestinio dividendų mokėjimo atvejų – nepiniginio paskirstymo akcijomis. Atlikta Švedijos akcijų rinkos analizė parodė, kad Švedijos korporacijos vis dar renkasi piniginius dividendus kaip pagrindinę priemonę paskirstyti pajamas akcininkams. Panaši tendencija pastebėta JAV. Atliktas tyrimas atskleidė, kad šiame regione bendrovių, reguliariai mokančių piniginius dividendus, skaičius ir toliau viršijo tų, kurios reguliariai atpirkė savo akcijas. Tačiau, esant neapibrėžtumui, dėl dividendams taikomos mokesčių lengvatos panaikinimo, įmonės rečiau prisiima ilgalaikius įsipareigojimus mokėti reguliarius dividendus ir renkasi išleisti specialius dividendus. Vyraujant ekonominiam pakilimui, JAV įmonės yra labiau linkusios skelbti akcijų padalijimus. Prancūzijos regione veikiančių įmonių tyrimas atskleidė unikalų dividendų paskirstymo mechanizmą – pasirinktinius dividendus akcijomis, kuris leidžia akcininkams vietoj piniginių dividendų pasirinkti lygiavertį naujų akcijų skaičių. Tyrimo metu buvo pastebėta, kad akcininkai 55 % iš uždirbtų dividendų pasirenka gauti dividendus akcijomis. Kinijos rinkoje atlikta analizė parodė, kad dividendus akcijomis mokėti renkasi vyresnės, pelningesnės įmonės, turinčios mažesnę svertą ir didesnę nepaskirstytą pelną, kurios linkusios daugiau investuoti į ilgalaikį turtą ir veikia regionuose, kuriuose akcininkų apsauga yra žemesnė. Taip pat, nustatyta, kad tai yra gera priemonė pritraukti analitikų dėmesį rinkoje.

Apžvelgus skirtingose pasaulio rinkose, tokiose kaip Didžiosios Britanijos, JAV, Sirijos, Šri Lankos, Jordanijos, Pakistano ir kt., atliktus tyrimus dividendų politikos ir akcijų grąžos ryšio

atžvilgiu, bendra rezultatų tendencija šios problemos analizėje nepaaiškėjo. Dividendų politika tyrimuose buvo dažniausiai įreminama šiais rodikliais: dividendų pajamingumu, dividendų išmokėjimo rodikliu, dividendų išmokos dydžiu, dividendais tenkančiais vienai akcijai (DPS). Akcijų grąža interpretuojama per šias skaitines išraiškas: akcijų momentinis pelnas, akcininkų turtas arba kitaip akcijos rinkos kaina (MPS), pelnas vienai akcijai (EPS), investicinių portfelių grąža. Tyrimai buvo atliekami remiantis koreliacinėmis regresijomis.

Apibendrinus užsienio mokslininkų atliktus tyrimus dividendų politikos ir akcijų grąžos ryšio tematika, darbo problema apie Baltijos akcijų biržoje listinguojamų įmonių dividendų politikos įtakos akcijų grąžai prielaidų pagrįstumą tik sustiprėjo.

## **2 DIVIDENDŲ POLITIKOS IR AKCIJŲ GRAŽOS RYŠIO NUSTATYMO METODOLOGIJA**

Remiantis pasauline finansine praktika ir atliktais tyrimais, dividendų politikos įtaka akcijų gražai vis dar nėra visuotinai pripažinta, o jai išmatuoti pasitelkiama aibė skirtingų modelių, priklausomai nuo tiriamos pasaulinės rinkos. Kadangi šiai dienai Baltijos akcijų rinka yra labai menkai ištirta dividendų politikos aspektu, nuspręsta šį tyrimą atlikti ieškant priklausomybės tarp dividendų politikos bei akcijų gražos rodiklių. Šioje darbo dalyje apibrėžiama dividendų politikos įtakos Nasdaq OMX Baltic rinkos akcijų gražai tyrimo imtis, formuojamas tyrimo modelis, pristatoma detali tyrimo metodika. Atliekama Nasdaq OMX Baltic akcijų rinkos analizė bei įvertinama Nasdaq OMX Baltic biržoje listinguojamų ir dividendus mokėjusių įmonių finansinė būklė.

### **2.1 Tyrimo imties nustatymas**

Tyrimui atlikti naudojami penkerių metų laikotarpio 2015 - 2019 m. Nasdaq OMX Baltic vertybinių popierių biržoje listinguojamų įmonių duomenys. Penkerių metų laikotarpis tyrimui atlikti yra pasirinktas racionaliai, kadangi dauguma autorių teigia, jog 60 periodų laikotarpis (60 mėnesių) yra tinkamiausias laikotarpis gautiems rezultatams laikyti pagrįstais. Nasdaq OMX Baltic reguliuojamąją rinką sudaro Baltijos Oficialusis sąrašas ir Baltijos Papildomasis sąrašas. Šiuo metu Baltijos Oficialiajame sąrašė listinguojamos 32 įmonės (2020 m. spalio mėn. į Baltijos Oficialųjį sąrašą įtraukta 33-oji įmonė UAB „Ignitis Grupė“, tačiau ji negali būti įtraukta į atliekamo tyrimo imtį, kadangi neatitinka tyrimui atlikti nustatytų sąlygų), o Baltijos Papildomame sąrašė – 28 įmonės. Tyrimui atlikti bus naudojami ne mažiau nei 4 metus 2015 – 2019 m. laikotarpiu piniginius dividendus mokėjusių Nasdaq OMX Baltic biržoje listinguojamų įmonių duomenys. Viso tokių įmonių, atitinkančių tyrimo rėmus buvo 24-ios. Į tyrimą nebus įtraukiamos įmonės, priklausančios finansinių paslaugų sektoriui. Taip pat, nuspręsta į tyrimą neįtraukti kitų dividendų išmokėjimo formų nei piniginius dividendus: akcijų atpirkimo, dividendų išmokėjimo akcijomis bei akcijų skaidymo atveju Baltijos akcijų biržoje, kadangi tokia forma mokami dividendai buvo retai arba išvis nebuvo.

Toliau pateikiami tyrime dalyvaujančių įmonių pagrindiniai ir papildomi duomenys iš Baltijos Oficialiojo sąrašo ir Baltijos Papildomo sąrašo (žr. 4, 5 ir 6 lentelės).

**4 lentelė.** Tyrime dalyvaujančių įmonių pagrindiniai duomenys iš Baltijos Oficialiojo sąrašo (sudaryta autorės remiantis Nasdaq OMX Baltic duomenimis, 2020 m. spalio 24 d.)

<b>Trumpinys</b>	<b>Bendrovė</b>	<b>Prekybos vieta</b>	<b>Sektorius</b>	<b>Sritis</b>
APG1L	Apranga	VLN	Diskrecinis vartojimas	Mažmeninė prekyba
ARC1T	Arco Vara	TLN	Nekilnojamasis turtas	Nekilnojamasis turtas
EEG1T	Ekspress Grupp	TLN	Diskrecinis vartojimas	Žiniasklaida
GRD1R	Grindeks	RIG	Sveikatos priežiūra	Sveikatos priežiūra
GRG1L	Grigeo	VLN	Pagrindinės medžiagos	Pagrindiniai ištekliai
HAE1T	Harju Elekter	TLN	Pramoniniai gaminiai	Pramoninės prekės ir paslaugos
KNF1L	Klaipėdos nafta	VLN	Pramoniniai gaminiai	Pramoninės prekės ir paslaugos
LNA1L	Linas Agro Group	VLN	Kasdieninio vartojimo prekės	Maistas, gėrimai ir tabakas
MRK1T	Merko Ehitus	TLN	Pramoniniai gaminiai	Statyba ir medžiagos
NCN1T	Nordecon	TLN	Pramoniniai gaminiai	Statyba ir medžiagos
OLF1R	Olainfarm	RIG	Sveikatos priežiūra	Sveikatos priežiūra
PTR1L	Panevėžio statybos trestas	VLN	Pramoniniai gaminiai	Statyba ir medžiagos
PZV1L	Pieno žvaigždės	VLN	Kasdieninio vartojimo prekės	Maistas, gėrimai ir tabakas
RSU1L	Rokiškio sūris	VLN	Kasdieninio vartojimo prekės	Maistas, gėrimai ir tabakas
TAL1T	Tallink Grupp	TLN	Diskrecinis vartojimas	Kelionės ir laisvalaikis
TEL1L	Telia Lietuva	VLN	Telekomunikacijos	Telekomunikacijos
TKM1T	Tallinna Kaubamaja Grupp	TLN	Diskrecinis vartojimas	Mažmeninė prekyba
TVEAT	Tallinna Vesi	TLN	Komunalinės paslaugos	Komunalinės paslaugos

Iš Baltijos Oficialaus sąrašo atrinkta 18 įmonių, tinkančių tyrimui (8 VLN, 8 TLN, 2 RIG). Įmonės yra iš 8 skirtingų sektorių: diskrecinis vartojimas (4), kasdienio vartojimo prekės (3), komunalinės paslaugos (1), nekilnojamasis turtas (1), pagrindinės medžiagos (1), pramoniniai gaminiai (5), sveikatos priežiūra (2), telekomunikacijos (1).

**5 lentelė.** Tyrime dalyvaujančių įmonių pagrindiniai duomenys iš Baltijos Papildomo sąrašo (sudaryta autorės remiantis Nasdaq OMX Baltic duomenimis, 2020 m. spalio 24 d.)

Trumpinys	Bendrovė	Prekybos vieta	Sektorius	Sritis
GZE1R	Latvijas Gāze	RIG	Komunalinės paslaugos	Komunalinės paslaugos
INL1L	INVL Baltic Farmland	VLN	Nekilnojamasis turtas	Nekilnojamasis turtas
KNR1L	Kauno energija	VLN	Komunalinės paslaugos	Komunalinės paslaugos
LGD1L	LITGRID	VLN	Komunalinės paslaugos	Komunalinės paslaugos
VBL1L	Vilniaus baldai	VLN	Diskrecinis vartojimas	Vartojimo prekės ir paslaugos
ZMP1L	Žemaitijos pienas	VLN	Kasdienio vartojimo prekės	Maistas, gėrimai ir tabakas

Iš Baltijos Papildomo sąrašo atrinktos 6 įmonės, tinkančios tyrimui (5 VLN, 1 RIG). Įmonės yra iš 4 skirtingų sektorių: diskrecinis vartojimas (1), kasdienio vartojimo prekės (1), komunalinės paslaugos (3), nekilnojamasis turtas (1).

**6 lentelė.** Tyrime dalyvaujančių įmonių papildomi duomenys (sudaryta autorės remiantis Nasdaq OMX Baltic duomenimis, 2020 m. spalio 24 d.)

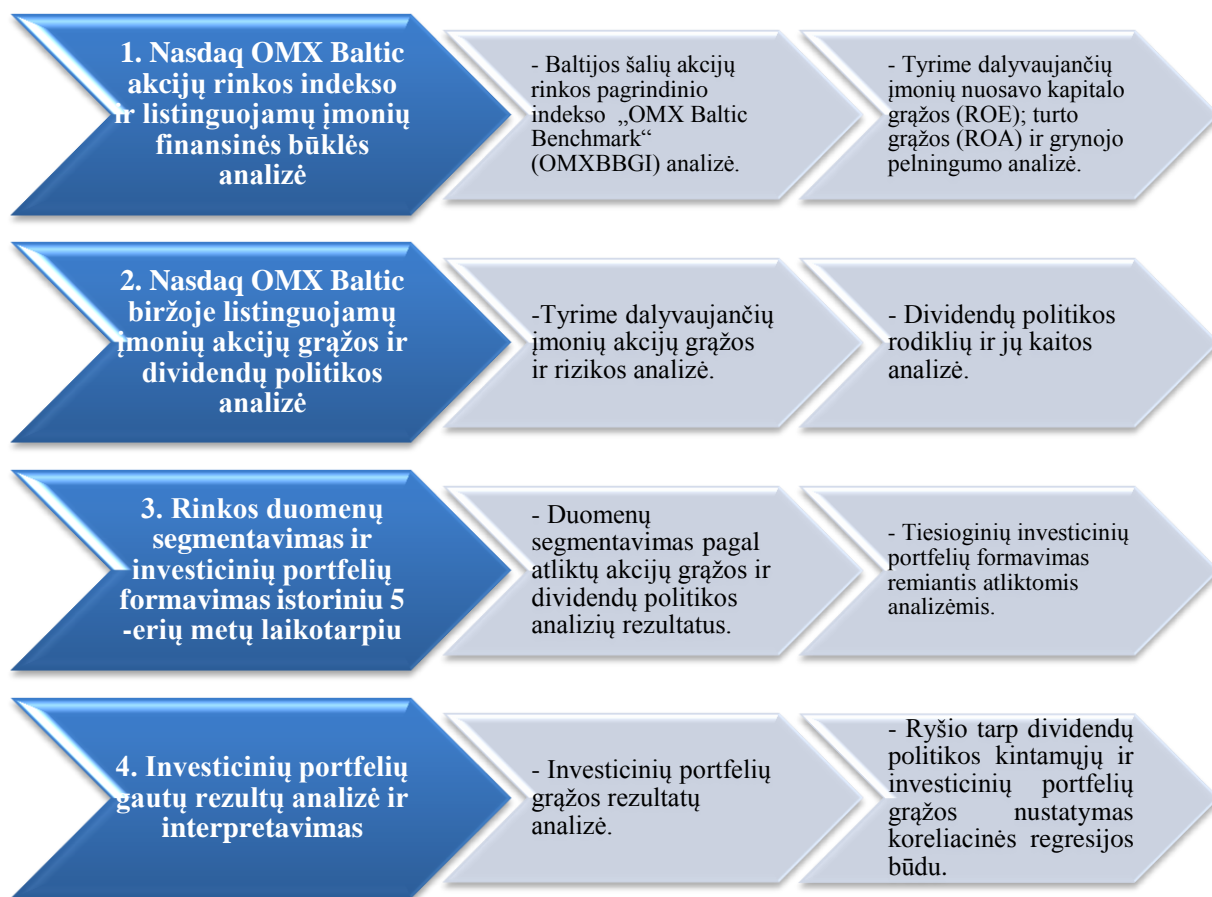
Duomenys	Laikotarpis	Informacijos šaltinis
Tyrimui atrinktų 24 Nasdaq OMX Baltic vertybinių popierių biržoje listinguojamų įmonių konsoliduotos finansinės ataskaitos	2015 -2019 m. laikotarpis	Nasdaq OMX Baltic VP biržos internetinė svetainė: <a href="https://nasdaqbaltic.com/lt/">https://nasdaqbaltic.com/lt/</a>
Tyrimui atrinktų 24 Nasdaq OMX Baltic vertybinių popierių biržoje listinguojamų įmonių akcijų kainų istorija	2014.12.30 - 2019.12.30	Nasdaq OMX Baltic VP biržos internetinė svetainė: <a href="https://nasdaqbaltic.com/lt/">https://nasdaqbaltic.com/lt/</a>
Tyrimui atrinktų 24 Nasdaq OMX Baltic vertybinių popierių biržoje listinguojamų įmonių dividendų išmokėjimų istorija	2015 -2019 m. laikotarpis	Nasdaq OMX Baltic VP biržos internetinė svetainė: <a href="https://nasdaqbaltic.com/lt/">https://nasdaqbaltic.com/lt/</a>
Tyrimui atrinktų 24 Nasdaq OMX Baltic vertybinių popierių biržoje listinguojamų įmonių finansinė informacija	2015 -2019 m. laikotarpis	Nasdaq OMX Baltic VP biržos internetinė svetainė: <a href="https://nasdaqbaltic.com/lt/">https://nasdaqbaltic.com/lt/</a> [Morningstar ataskaitos]
Baltijos rinkos visų akcijų indekso OMXBGI kainų istorija	2014.12.30 - 2019.12.30	Nasdaq OMX Baltic VP biržos internetinė svetainė: <a href="http://www.nasdaqomxnordic.com/">http://www.nasdaqomxnordic.com/</a>

Iš 24 įmonių, atrinktų tyrimui, 14 mokėjo dividendus visu tiriamu laikotarpiu 2015 – 2019 m. Likusios 10 įmonių dividendus mokėjo 4 metus iš viso tiriamo laikotarpio 2015 – 2019 m.

Galutinė tyrimo imtis: 24 Nasdaq OMX Baltic vertybinių popierių biržoje listinguojamų įmonių duomenys, 116 dividendų išmokėjimo atvejų 2015 – 2019 m. laikotarpiu.

## 2.2 Tyrimo modelis ir eiga

Atlikus mokslinės literatūros analizę dividendų politikos bei jos įtakos akcijų grąžai tematika, galima buvo pastebėti tam tikrą taikomų metodų ir modelių tendenciją. Dauguma tyrimų įmonių dividendinių rodiklių ir akcijų grąžos ryšiui nustatyti buvo atlikti remiantis koreliacinių regresijų metodais. Įvertinant tai, kad pirmoje darbo dalyje apžvelgti tyrimai analizavo skirtingose rinkose veikiančias įmones bei taikė skirtingas duomenų ir laiko imtis, šio darbo tyrimas siekiant nustatyti Baltijos akcijų biržoje listinguojamų įmonių dividendų politikos įtaką akcijų grąžai bus atliekamas konstruojant įvairialypį analizės modelį (žr. 3 pav.).



**3 paveikslas.** Baltijos akcijų biržoje listinguojamų įmonių dividendų politikos įtakos akcijų grąžai tyrimo modelis (sudaryta autorės remiantis Al-Mwalla (2010), Li (2016), Farrukh *et al.* (2017), Wijekoon (2019))

Pavaizduotas dividendų politikos įtakos akcijų grąžai tyrimo modelis buvo kuriamas apreišiant įvairius metodus, dėl tos priežasties, kad pavyktų pilnai atskleisti analizuojamą temą, kuo giliau išnagrinėti Baltijos rinką bei gauti kuo patikimesnius tyrimo rezultatus. Norint pasiekti išsikeltus tikslus, itin svarbu detalizuoti kiekvieno šio modelio etapo metodiką.

Visų pirma atliekamas Baltijos akcijų rinkos tyrimas analizuojant Nasdaq OMX Baltic akcijų rinkos pagrindinį indeksą „OMX Baltic Benchmark“ OMXBBGI. Šis indeksas yra sudarytas iš likvidžiausių ir didžiausios kapitalizacijos įmonių akcijų, kurių sąrašas peržiūrimos kas pusmetį, taip užtikrinant vertybinių popierių rinkos bendrą tendenciją. Toliau atliekama tyrime dalyvaujančių įmonių finansinių rodiklių analizė, kurios metu ketinama apskaičiuoti pagrindinius finansinius rodiklius, vėliau juos įgalinant rinkos segmentavime bei vertinant gautus rezultatus. Remiantis finansų literatūros analize, autoriai Idris *et al.* (2019), Wijekoon (2019) ir Farrukh *et al.* (2017) bendrai sutaria, jog pagrindinis įmonės veiklos rezultatus apsprendžiantis rodiklis yra nuosavo kapitalo grąža (ROE). Siekiant atlikti objektyvius įmonių veiklos vertinimus buvo pasirinkta papildomai įtraukti į analizę turto grąžos rodiklį (ROA) bei grynąjį pelningumą (angl. *net margin*). Minėtų rodiklių skaičiavimas pateiktas lentelėje (žr. 7 lentelė).

**7 lentelė.** Pagrindinių finansinių rodiklių skaičiavimas (sudaryta autorės remiantis Vertybinių popierių birža NASDAQ OMX Vilnius (2010))

<b>Finansiniai rodikliai</b>	<b>Kaip skaičiuojama</b>	<b>Reikšmė</b>
Nuosavo kapitalo grąža (ROE)	$\frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Nuosavas kapitalas}}$	Rodiklis parodo, kiek eurų grynojo pelno tenka vienam nuosavo kapitalo eurui.
Turto grąža (ROA)	$\frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Turtas}}$	Rodiklis parodo, kiek eurų grynojo pelno tenka vienam turto eurui.
Grynasis pelningumas (angl. <i>net margin</i> )	$\frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Pardavimo pajamos}}$	Rodiklis parodo, kiek procentų grynojo pelno uždirba vienas pardavimo pajamų euras.

Antras, itin svarbus tyrimo etapas – tyrime dalyvujančių įmonių akcijų grąžos ir rizikos analizė laikotarpiu 2015 – 2019 m. Ji apima įmonių akcijų grąžos skaičiavimą, akcijų grąžos histogramų formavimą bei akcijų rizikos įvertinimą pagal atliktus skaičiavimus. Visi reikalingi akcijų prekybos duomenys skelbiami Nasdaq OMX Baltic Vertybinių popierių biržos internetiniame puslapyje. Investicinio vieneto grąžos apskaičiavimas periodui pateiktas lentelėje (žr. 8 lentelė).

**8 lentelė.** Investicinio vieneto dienos grąžos skaičiavimas (sudaryta autorės remiantis Vertybinių popierių birža NASDAQ OMX Vilnius (2010))

<b>Investicinio vieneto dienos grąža</b>	<b>Kaip skaičiuojama</b>
Dienos grąža be dividendų (angl. <i>daily return without dividends</i> )	$\frac{\text{Akcijos kaina (šiandien)}}{\text{Akcijos kaina (vakar)}} - 1$
Dienos grąža su dividendais (angl. <i>daily return with dividends</i> )	$\frac{\text{Akcijos kaina (šiandien)} + \text{Dividendai vienai akcijai (šiandien)}}{\text{Akcijos kaina (vakar)}} - 1$

Kadangi atliekamas tyrimas akcentuoja dividendų politikos įtaką akcijų grąžai, itin svarbu skaičiuojant akcijų grąžas įvertinti dividendų išmokėjimo dydį. Šiuo atveju teks atlikti 1265 dieninius akcijų grąžos skaičiavimus 24-ioms tyrimo dalyvaujančioms įmonėms laikotarpiu 2014.12.30 – 2019.12.30 ir įvertinti 116 dividendų išmokėjimo atvejų, tam kad gauti 60-ies mėnesių akcijų grąžų skaičiavimus. Akcijų periodinei grąžai apskaičiuoti (mėnesiui, metams ir pan.) bus pasitelkiami du metodai (žr. 9 lentelė).

**9 lentelė.** Investicinio vieneto grąžos periodui skaičiavimas (sudaryta autorės remiantis Davis (2018))

<b>Akcijų grąža</b>	<b>Kaip skaičiuojama</b>
<b>Aritmetinė grąža (angl. <i>arithmetic return</i>)</b>	
Bendra aritmetinė grąža (angl. <i>total arithmetic return</i> )	$\text{Periodo gąža(1)} + \text{Periodo gąža(2)} + \dots + \text{Periodo gąža(n)}$
Vidutinė aritmetinė grąža (angl. <i>average arithmetic return</i> )	$\frac{\text{Periodo gąža(1)} + \text{Periodo gąža(2)} + \dots + \text{Periodo gąža(n)}}{\text{Periodų skaičius(n)}}$
<b>Geometrinė grąža (angl. <i>geometric return</i>)</b>	
Bendra geometrinė grąža (angl. <i>total geometric return</i> )	$(1 + \text{Periodo gąža(1)}) * (1 + \text{Periodo gąža(2)}) * \dots * (1 + \text{Periodo gąža(n)}) - 1$
Vidutinė geometrinė grąža (angl. <i>average geometric return</i> )	$(1 + \text{Periodo gąža(1)}) * (1 + \text{Periodo gąža(2)}) * \dots * (1 + \text{Periodo gąža(n)})^{\frac{1}{\text{Periodų skaičius}}} - 1$

Aritmetinė grąža ignoruoja kaupiamąjį poveikį investavimui, tačiau vis tiek reikalinga skaičiavimams atlikti. Tuo tarpu geometrinė grąža, arba kitaip, kaupiamoji grąža (angl. *compounded annual growth rate*), leidžia susieti dienos, mėnesio ar metų laikotarpio grąžas.



Apskaičiavus tyrimui atrinktų įmonių akcijų grąžas pasirinktiems laiko periodams, itin svarbu atlikti akcijų rizikos analizę ir apskaičiuoti atitinkamus kintamuosius (žr. 10 lentelė).

**10 lentelė.** Rizikos analizės kintamųjų skaičiavimas (sudaryta autorės)

Rizikos analizės kintamieji	Kaip skaičiuojama	Reikšmė
Dispersija (angl. <i>variance</i> )	$D(x) = \frac{\sum_i^n (X_i - \bar{X})^2}{n}$	$X_i$ – akcijos $X$ grąža; $\bar{X}$ – akcijos $X$ vidutinė grąža; $n$ – periodų skaičius
Standartinis nuokrypis (angl. <i>standard deviation</i> )	$\sigma = \sqrt{D(x)}$	$D(x)$ – dispersija;
Kovariacija (angl. <i>covariance</i> )	$cov(X, Y) = \frac{\sum_i^n (X_i - \bar{X})(Y_i - \bar{Y})}{n}$	$X_i$ – akcijos $X$ grąža; $\bar{X}$ – akcijos $X$ vidutinė grąža; $Y_i$ – akcijos $Y$ grąža; $\bar{Y}$ – akcijos $Y$ vidutinė grąža; $n$ – periodų skaičius.
Koreliacija (angl. <i>correlation</i> )	$corr(X, Y) = \frac{cov(X, Y)}{\sigma_X \sigma_Y}$	$cov(X, Y)$ – kovariacija $X$ ir $Y$ akcijų; $\sigma_X$ – akcijos $X$ standartinis nuokrypis; $\sigma_Y$ – akcijos $Y$ standartinis nuokrypis
R – squared (angl. <i>R – squared</i> )	$R^2 = corr(X, Y)^2$	$corr(X, Y)$ – koreliacija $X$ ir $Y$ akcijų;

Dispersija yra sklaidos matas, parodantis kaip toli pasiskirstę tam tikri matuojami dydžiai. Kitaip tariant, dispersija atspindi tikėtiną matuojamo dydžio nukrypimą nuo vidurkio. Standartinis nuokrypis yra dydis, nusakantis matuojamo dydžio sklaidą apie vidurkį. Finansuose standartinis nuokrypis dažniausiai naudojamas kaip rizikos matas. Kuo jis didesnis, tuo matuojamo dydžio įgyjamų reikšmių sklaida yra didesnė. Kovariacija parodo dviejų dydžių tarpusavio skaitinę charakteristiką. Koreliacija įvertina tiesinio ryšio stiprumą (žr. 11 ir 12 lentelės).

**11 lentelė.** Koreliacijos teigiamo ryšio glaudumo reikšmių skalė (sudaryta autorės)

Ryšio glaudumas	nuo 0,01	nuo 0,31	nuo 0,51	nuo 0,71	nuo 0,91
	iki 0,30	iki 0,50	iki 0,70	iki 0,90	iki 0,99
<b>Ryšio stiprumas</b>	Labai silpnas	Silpnas	Vidutinis	Stiprus	Labai stiprus

**12 lentelė.** Koreliacijos neigiamo ryšio glaudumo reikšmių skalė (sudaryta autorės)

Ryšio glaudumas	nuo -0,01	nuo -0,31	nuo -0,51	nuo -0,71	nuo -0,91
	iki -0,30	iki -0,50	iki -0,70	iki -0,90	iki -0,99
<b>Ryšio stiprumas</b>	Labai silpnas	Silpnas	Vidutinis	Stiprus	Labai stiprus

Siekiant įvertinti ar gauta koreliacija nėra tik atsitiktinis sutapimas, būtina apskaičiuoti reikšmingumo lygmenį  $p$ -reikšmę (angl. *significance level*).  $P$  reikšmė parodo ar koreliacija yra statistiškai reikšminga. Koreliacijos statistiniam reikšmingumui įvertinti bus pasitelktas „Microsoft Office Excel” programinis paketas, kur gauta  $p$  reikšmė bus lyginama su reikšmingumo lygmeniu  $\alpha = 0,05$ . Koreliacija statistiškai reikšminga, jei apskaičiuota  $p$  reikšmė mažesnė už 0,05. Tai reiškia, kad egzistuoja mažesnė nei 5 proc. tikimybė, kad nustatytas skirtumas buvo tik atsitiktinumas.

Visgi, visapusei tyrime dalyvaujančių įmonių akcijų rizikos analizei atlikti vien standartinio nuokrypio nepakanka, kadangi standartinis nuokrypis atspindi bendrą riziką kartu - tiek sisteminę (nediversifikuojamą), tiek nesisteminę (diversifikuojamą). Sistemine rizika - tai rizika, kuri būdinga visai rinkai arba tam tikram jos segmentui. Šios rizikos negalima diversifikuoti, ji yra nenuspėjama. Dėl šios priežasties tinkamam tyrimo atlikimui pasirinkta apskaičiuoti šiuos papildomus rodiklius: Sharpe rodiklį, Treynor rodiklį ir Beta koeficientą (žr. 13 lentelė).

**13 lentelė.** Rizikos analizės kintamųjų skaičiavimas (sudaryta autorės)

Rizikos analizės kintamieji	Kaip skaičiuojama	Reikšmė
Sharpe rodiklis (angl. <i>Sharpe ratio or reward to variability ratio</i> )	$RVAR = \frac{r_x - r_f}{\sigma_x}$	$r_x$ – akcijos X grąža; $r_f$ – nerizikinga grąžos norma; $\sigma_x$ – akcijos X standartinis nuokrypis.
Treynor rodiklis (angl. <i>Treynor ratio or reward to volatility ratio</i> )	$RVOL = \frac{r_x - r_f}{\beta_x}$	$r_x$ – akcijos X grąža; $r_f$ – nerizikinga grąžos norma; $\beta_x$ – akcijos X Beta koeficientas.
Beta koeficientas (angl. <i>Beta</i> )	$\beta_x = \frac{Cov(r_x, r_m)}{D(r_m)}$	$Cov(r_x, r_m)$ – kovariacija tarp akcijos X ir rinkos; $D(r_m)$ – rinkos dispersija; $r_x$ – akcijos X grąža; $r_m$ – rinkos grąža.

Sharpe rodiklis yra įvardijamas kaip pelno ir kintamumo koeficientas (angl. *reward to variability ratio*). Šis rodiklis naudojamas siekiant įvertinti, kaip efektyviai investicijos grąža kompensuoja investuotojui tenkančią riziką (Žvirblis, Rinkevičiūtė 2012). Kuo šis rodiklis yra didesnis, tuo investicija yra laikoma efektyvesne. Treynor rodiklis parodo atlygio ir nepastovumo santykį (angl. *reward to volatility ratio*). Kuo didesnis Treynor rodiklis tuo geriau - suteikia didesnį atlygį už prisiimtą sisteminę riziką. Beta koeficientas – tai investicijų sisteminės rizikos, kitaip tariant rinkos rizikos, matas, apsprendžiantis koreliaciją tarp tam tikro turto ir rinkos pelningumą (Jurevičienė, Bapkauskaitė 2014). Kai investicijos Beta koeficientas yra lygus 1,

investicija juda sinchroniškai su visa rinka. Kai investicijos Beta yra didesnė už 1 – laikoma, kad investicija svyruoja labiau už rinką. Kai investicijos Beta yra mažesnė už 1 – laikoma, kad investicija yra stabilesnė ir mažiau svyruoja.

Kita itin svarbi tyrimo dalis – įmonių dividendų politikos rodiklių analizė. Šiame tyrimo etape ketinama skaičiuoti pagrindinius dividendų politiką atspindinčius rodiklius: dividendų pajamingumo rodiklį (angl. *dividend yield*) ir dividendų išmokėjimo rodiklį (angl. *dividend payout ratio*) bei analizuoti dividendų tenkančių vienai akcijai rodiklį (DPS). Būtent šie rodikliai dominavo atliktuose tyrimuose dividendų politikos įtakai akcijų grąžai nustatyti. Dividendinių rodiklių skaičiavimas pateiktas lentelėje (žr. 14 lentelė).

**14 lentelė.** Dividendų politikos rodiklių skaičiavimas (sudaryta autorės remiantis Vertybinių popierių birža NASDAQ OMX Vilnius (2010))

<b>Dividendų politikos rodikliai</b>	<b>Kaip skaičiuojama</b>	<b>Reikšmė</b>
Dividendų pajamingumas (angl. <i>dividend yield</i> )	$\frac{\text{Dividendai vienai akcijai}}{\text{Akcijos rinkos kaina}}$	Rodiklis parodo kiek investuotojas gauna grąžos už kiekvieną turimą įmonės akciją dividendų forma.
Dividendų išmokėjimo rodiklis (angl. <i>dividend payout ratio</i> )	$\frac{\text{Dividendai}}{\text{Grynasis pelnas}}$	Rodiklis parodo kokią grynojo pelno dalį įmonė skiria dividendams išmokėti.
Dividendai tenkantys vienai akcijai (angl. <i>dividend per share</i> ).	$\frac{\text{Dividendai}}{\text{Akcijų skaičius}}$	Rodiklis parodo kiek įmonė ketina mokėti už kiekvieną turimą įmonės akciją.

Pagrindinė dividendų politikos tyrimo etapo dalis – dividendų politikos kaitos analizė, atliekama skaičiuojant minėtus dividendų politikos rodiklių pokyčius laikotarpiu 2015 – 2019 m. Kadangi dividendų politika yra apie įmonės sprendimą dividendų dydžio pasikeitime arba pastovume – šiuo atveju ypatingai svarbus yra laiko veiksnys. Būtent kasmetinis dividendinių rodiklių pokyčio stebėjimas apsprendžia objektyvų dividendų politikos vertinimą.

Trečias tyrimo etapas – analizuojamų akcijų rinkos įmonių dividendų politikos duomenų segmentavimas. Tiksliai apibrėžti duomenų segmentai padės suformuoti tinkamus investicinius portfelius, kurių grąžos analizės metu galima bus nustatyti rezultatų tendencijas dividendų politikos įtakos akcijų grąžai aspektu. Šiame etape svarbu nustatyti kurių tyrime dalyvaujančių įmonių dividendų politika buvo stipriausiai plečiama – dividendinių rodiklių pokyčiai progresyviausi, kurių įmonių dividendų politika buvo nuosaikiausia – dividendinių rodiklių

pokyčiai vidutiniškai ir kurių įmonių dividendų politika buvo besitraukianti – dividendinių rodiklių pokyčiai pasyviausi.

Atlikus rinkos duomenų segmentavimą, sekantis žingsnis yra – investicinių portfelių formavimas istorinių duomenų pagrindu. Kiekvienas investicinis portfelis, atitinkamai nuo jo rūšies, formuojamas iš 4 tyrime dalyvaujančių įmonių akcijų, svorius paskirstant vienodomis dalimis po 25 %. Formuojami iš viso 90 tiesioginių metinių investicinių portfelių:

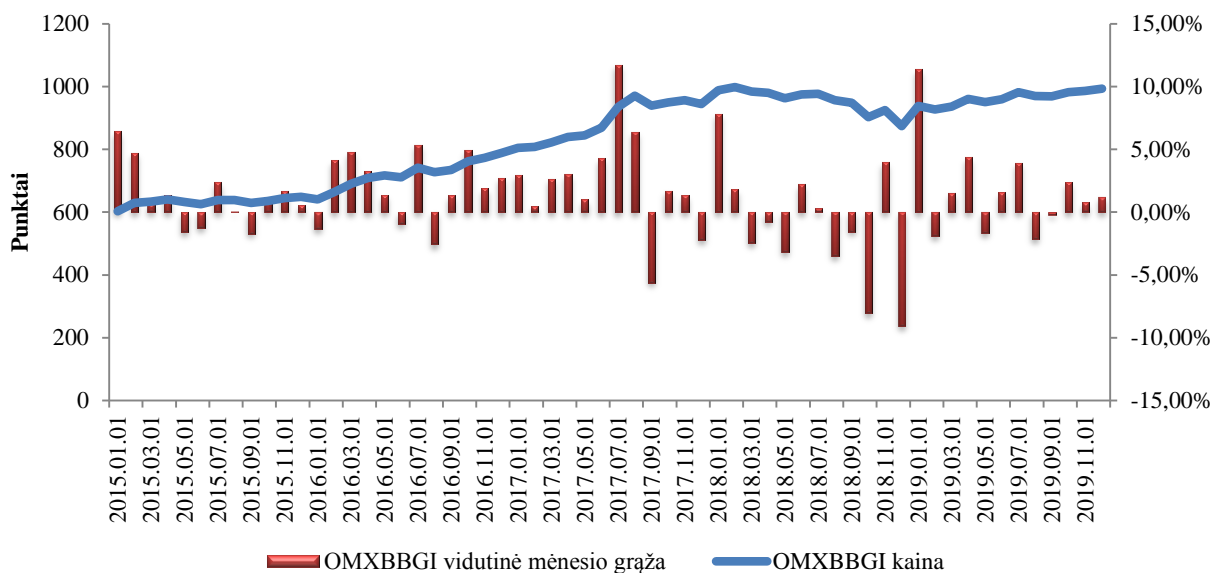
1. **R1:R6** – R1 metinis investicinis portfelis sudaromas iš įmonių akcijų, pademonstravusių vidutiniškai didžiausią dividendinio pajamingumo rodiklio augimą atitinkamais metais iš analizuojamo laikotarpio 2015 - 2019 m. Atitinkamai R6 metinis investicinis portfelis sudaromas iš įmonių akcijų, pademonstravusių vidutiniškai mažiausią dividendinio pajamingumo rodiklio augimą atitinkamais metais iš analizuojamo laikotarpio 2015 – 2019 m. Investiciniai portfeliai R1:R6 sudaromi kasmet pagal tais metais sudarytą dividendinio pajamingumo pokyčio segmentą ir laikomi vienerius metus nuo 2015 m. sausio 1 d. iki 2015 m. gruodžio 31 d.; nuo 2016 m. sausio 1 d. iki 2016 m. gruodžio 31 d.; nuo 2017 m. sausio 1 d. iki 2017 m. gruodžio 31 d.; nuo 2018 m. sausio 1 d. iki 2018 m. gruodžio 31 d.; nuo 2019 m. sausio 1 d. iki 2019 m. gruodžio 31 d.
2. **V1:V6** – V1 metinis investicinis portfelis sudaromas iš įmonių akcijų, pademonstravusių vidutiniškai didžiausią dividendų išmokėjimo rodiklio augimą atitinkamais metais iš analizuojamo laikotarpio 2015 - 2019 m. Atitinkamai V6 metinis investicinis portfelis sudaromas iš įmonių akcijų, pademonstravusių vidutiniškai mažiausią dividendų išmokėjimo rodiklio augimą atitinkamais metais iš analizuojamo laikotarpio 2015 – 2019 m. Investiciniai portfeliai V1:V6 sudaromi kasmet pagal tais metais sudarytą dividendų išmokėjimo pokyčio segmentą ir laikomi vienerius metus nuo 2015 m. sausio 1 d. iki 2015 m. gruodžio 31 d.; nuo 2016 m. sausio 1 d. iki 2016 m. gruodžio 31 d.; nuo 2017 m. sausio 1 d. iki 2017 m. gruodžio 31 d.; nuo 2018 m. sausio 1 d. iki 2018 m. gruodžio 31 d.; nuo 2019 m. sausio 1 d. iki 2019 m. gruodžio 31 d.
3. **N1:N6** – N1 metinis investicinis portfelis sudaromas iš įmonių akcijų, pademonstravusių vidutiniškai didžiausią dividendų tenkančių vienai akcijai (DPS) rodiklio augimą atitinkamais metais iš analizuojamo laikotarpio 2015 - 2019 m. Atitinkamai N6 metinis investicinis portfelis sudaromas iš įmonių akcijų, pademonstravusių vidutiniškai mažiausią dividendų tenkančių vienai akcijai (DPS)

rodiklio augimą atitinkamais metais iš analizuojamo laikotarpio 2015 – 2019 m. Investiciniai portfeliai N1:N6 sudaromi kasmet pagal tais metais sudarytą dividendų išmokėjimo pokyčio segmentą ir laikomi vienerius metus nuo 2015 m. sausio 1 d. iki 2015 m. gruodžio 31 d.; nuo 2016 m. sausio 1 d. iki 2016 m. gruodžio 31 d.; nuo 2017 m. sausio 1 d. iki 2017 m. gruodžio 31 d.; nuo 2018 m. sausio 1 d. iki 2018 m. gruodžio 31 d.; nuo 2019 m. sausio 1 d. iki 2019 m. gruodžio 31 d.

Paskutinis tyrimo etapas aprėpia investicinių portfelių gautų rezultatų analizę ir interpretavimą. Investicinių portfelių R1:R6, V1:V6 ir N1:N6 sugeneruota graža įvertinama dividendų politikos aspektu. Nustatoma priklausomybė tarp dividendų politikos kintamųjų ir portfelių gražos – atliekama koreliacinė regresija ryšiu įvertinti.

### 2.3 Nasdaq OMX Baltic akcijų rinkos indekso OMXBBGI analizė

Atsižvelgiant į metodologinėje darbo dalyje pateiktą tyrimo modelį, šiame tyrimo etape pateikiama Nasdaq OMX Baltic akcijų rinkos indekso analizė laikotarpiu 2015 – 2019 m. Pasirinktas analizuoti Baltijos šalių akcijų rinkos pagrindinis indeksas „OMX Baltic Benchmark“ (OMXBBGI) dėl tiksliausio Baltijos akcijų rinkos atspindėjimo.



**4 paveikslas.** Baltijos šalių akcijų rinkos indekso „OMX Baltic Benchmark“ (OMXBBGI) vertės ir vidutinės mėnesio gražos dinamika laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės)

Žvelgiant į 4 paveiksle pateiktą Baltijos rinkos indekso OMXBBGI dinamiką laikotarpiu 2015 – 2019 m., reikėtų išskirti keleta esminių įvykių, keitusių indekso judėjimą analizuojamu

laikotarpiu. 2015 m. Lietuvos nacionalinę valiutą litą pakeitė euras. Lietuva buvo paskutinė iš Baltijos šalių, tapusi visateise euro zonos nare (Estija 2011 m., Latvija 2014 m.). Šis istorinis įvykis turėjo įtakos 2015 m. sausio ir vasario mėnesiais stebimam Baltijos akcijų rinkos indekso OMXBBGI augimui, kuris buvo fiksuojamas atitinkamai 6,43 % (sausio mėn.) ir 4,70 % (vasario mėn.). Kitas labai svarbus įvykis, 2015 m. nutikęs pasaulinėje ekonomikoje - Graikijos valstybės ekonominis ir finansinis nestabilumas bei prognozuojamas bankrotas, kuris padarė neigiamą poveikį akcijų rinkoms, tuo pačiu ir Baltijos akcijų rinkai. 2015 m. gegužės ir birželio mėnesiai indekso kaina krito atitinkamai -1,56 % (gegužės mėn.) ir -1,22 % (birželio mėn.). Mėtų sądūroje bendrovėms paskelbus pusmečio rezultatus, investuotojai visoje Europoje, kartu ir Baltijos rinkoje, visą dėmesį sutelkė ties tuo ir 2015 m. liepos mėn. buvo stebimas užtikrintas Baltijos akcijų rinkos indekso OMXBBGI augimas, siekęs 2,38 %. 2015 m. rugsėjo mėnesį, dėl indeksų kritimo Kinijos rinkoje, kurį iššaukė prieš tai kelis kartus devaluota šalies valiuta – juanis, visuotinis išsipardavimas pasaulio biržose neaplenkė ir Baltijos akcijų biržos, kurioje buvo stebimas OMXBBGI indekso kritimas -1,70 %. 2015 m. spalio mėn. paskelbti 9 mėnesių tarpiniai bendrovių rezultatai vėlgi buvo sutikti rinkos teigiamai – OMXBBGI indeksas augo 1,13 %. Apibendrinus rezultatus, galima teigti jog 2015 m. stebimas Baltijos rinkos indekso lėtas, tačiau stabilus kainos augimas, užtikrinęs metinę 14,43 % grąžą.

2016 m. sausio mėnesio Baltijos akcijų rinkos OMXBBGI indekso kaina krito -1,34 %. Tam įtakos turėjo bloga metų pradžia visoms Vakarų Europos rinkoms, kurią paskatino Kinijos akcijų rinkoje prasidėjusi griūtis bei žaliavų kainų nuosmukis. 2016 m. vasario ir kovo mėnesiais stebimas OMXBBGI indekso augimas atitinkamai 4,07 % (vasario mėn.) ir 4,77 % (kovo mėn.). Tai lėmė 2016 m. pirmojo ketvirčio bendrovių skelbiami rezultatai. 2016 m. birželio mėnesį, po 4-ių iš eilės augimo mėnesių, Baltijos akcijų rinkos indeksas fiksavo -0,95 % kainos nuosmukį. Tai lėmė JAV ekonomikos naujienos: stagnuojanti JAV darbo rinka, JAV dolerio kritimas, padaręs įtaką aukso kainos kilimui, JAV išdo obligacijų vertės sumažėjimas. Taip pat, neigiamos nuotaikos Vakarų Europos biržose įsivyravo ir dėl neaiškaus Jungtinės Karalystės tolimesnio likimo Europos Sąjungoje, kas atsispindėjo šalies valiutos – svaro sterlingų - smukime. 2016 m. liepos ir spalio mėnesiais, įmonėms sparčiai teikiant atitinkamai 6 ir 9 mėnesių tarpines finansines ataskaitas, OMXBBGI indeksas ūgtelėjo 5,33 % (liepos mėn.) ir 4,93 % (spalio mėn.). Baltijos akcijų rinkos indekso OMXBBGI teigiamas augimas išliko iki pat 2016 m. pabaigos. Remiantis rezultatais, 2016 m. Baltijos akcijų rinkos pagrindinis indeksas OMXBBGI fiksavo 24,68 % augimą.

2017 m. Baltijos akcijų rinkoje prasidėjo daug geresnėmis nuotaikomis, nei tai buvo prieš metus. 2017 m. sausio mėnesį OMXBBGI augo 2,95 %. Pagrindine to priežastimi vėlgi galima laikyti gerus įmonių finansinius rezultatus už paskutinįjį 2016 m. ketvirtį. 2017 m. balandžio mėnesį Baltijos akcijų rinkos pagrindinis indeksas OMXBBGI augo 2,97 %. Pagrindiniai įvykiai nutikę minėtu laikotarpiu pasaulyje – Prancūzijos piliečiai išreiškė didelį palaikymą Emmanueliui Macronui vykusiuose pirmojo turo prezidento rinkimuose. Šią žinią itin palankiai priėmė Europos rinkos, kadangi tai suteikė vilties, jog Prancūzija ir toliau aktyviai dalyvaus Europos Sąjungos veikloje. Rekordiniai rezultatai Baltijos akcijų rinkoje fiksuojami 2017 m. liepos mėnesį, kuomet OMXBBGI indeksas augo 11,71 %. Tai yra didžiausias augimas per visą analizuojamą laikotarpį. Tam įtakos turėjo išibėgėjęs įmonių pusės metų finansinių rezultatų skelbimas. Įmonės per pirmąjį metų pusmetį deklaravo itin auštus rezultatus. Prie rinkoje įsivyravusių teigiamų nuotaikų prisidėjo žinia apie Graikijos sėkmingą 5-ųjų metų trukmės obligacijų išplatinimą bei pastebimai brangstančios žaliavų kainos. Matoma teigiama koreliacija tarp kylančios naftos kainos ir energetikos sektoriui priklausančių įmonių akcijų kainos. 2017 m. rugpjūtį OMXBBGI indeksas augo ganėtinai sparčiai – fiksuojamas 6,36 % augimas. Pastebimas itin suaktyvęs Skandinavijos šalių investuotojų skverbimasis į nepervertintas rinkas - ryškesnis pinigų įliejimas matomas būtent Baltijos rinkoje, kadangi ši atitinka jų lūkesčius. 2017 m. rugsėjo mėnesį Baltijos akcijų rinkos pagrindinis indeksas OMXBBGI krito -5,59 %. Vyravusi įtampa pasaulyje, dėl neramumų Šiaurės Korėjoje, atsispindėjo Vakarų rinkose. Apibendrinus rezultatus, 2017 m. buvo labai sėkmingi metai Baltijos rinkai – pagrindinis rinkos akcijų indeksas OMXBBGI augo 27,52 %.

Naujus 2018 m. Baltijos akcijų rinka pasitiko geromis nuotaikomis. Sausio mėnesį buvo fiksuotas OMXBBGI indekso augimas 7,82 %. Tam įtakos turėjo pirmosios mėnesio dienomis išlikęs investuotojų aktyvumas, išauginęs įmonių akcijų kainas. Taip pat, išibėgėjantis įmonių 2017 m. finansinių rezultatų skelbimas, atitinkamai didinęs investuotojų lūkesčius. 2018 m. kovo mėnesį stebima įtampa, tvyranti visose pasaulio rinkose ir tuo pačiu Baltijos akcijų rinkoje. Pagrindinis akcijų rinkos indekas OMXBBGI krito -2,45 %. Pagrindine to priežastimi galima laikyti dviejų didžiausių pasaulio ekonomikų, JAV ir Kinijos, vykdoma tarpusavio ekonominė prekybos agresija. Kovo mėnesio pradžioje JAV prezidentas Donaldas Trumpas paskelbė muitus plienui ir aliuminiui, kaip atsaką už Kinijos nesąžiningą technologinį augimą, kuomet JAV investuotojai yra verčiami perleisti technologijas už patekimą į Kinijos rinką. 2018 m. balandžio ir gegužės mėnesiais Baltijos akcijų rinka taip pat fiksavo neigiamą augimą. OMXBBGI

atitinkamai krito -0,77 % (balandžio mėn.) ir -3,13 % (gegužės mėn.). Tam įtakos turėjo besivystantis prekybos karas tarp JAV ir Europos Sąjungos. 2018 m. birželio mėnesį matomas Baltijos rinkos atsigavimas, kuomet OMXBBGI indeksas augo 2,21 %. Rezultatui įtaką darė teigiamos investuotojų nuotaikos vietinėje rinkoje. 2018 m. rugpjūtį OMXBBGI indeksas krito -3,46 %. Vienas svarbiausių įvykių pasaulyje – itin staigus Turkijos valiutos (liros) nuosmukis, siekęs -20 % per vieną dieną. Europoje tai atsiliepė bankų akcijų pigimu, kadangi kai kurie didieji šio regiono bankai yra itin jautrūs Turkijos liros vertės pokyčiams. 2018 m. spalio ir gruodžio mėnesiai – vieni prasčiausių visoms pasaulio rinkoms, tame tarpe ir Baltijos akcijų rinkai, kurios pagrindinis indeksas OMXBBGI šiais mėnesiais krito -8,04 % (spalio mėn.) ir -9,06 % (gruodžio mėn.). Kaip galima pastebėti, dėl prastėjančių įmonių rezultatų, investuotojai nebuvo linkę išreikšti pasitikėjimo ir įmonių akcijos tapo sparčiai išpardavinėjamos, atitinkamai įmonių akcijų kainos krito. Pasaulinėje erdvėje buvo stebimas didžiausios pagal kapitalizaciją kriptovaliutos Bitcoin milžiniškas kainos nuosmukis, užsitęsęs žaliavų kainų smukimas, dėl sunkiai prognozuojamų pasaulio ekonomikos perspektyvų. 2018 m. buvo itin sudėtingi Baltijos akcijų rinkai – 7 mėnesius OMXBBGI indeksas fiksavo kainos kritimą, tad viso 2018 m. OMXBBGI rezultatas vertinamas -12,40 % nuosmukiu.

Po itin prastų 2018 m. pabaigos OMXBBGI indekso rezultatų, 2019 m. sausio mėnesį šis pakilo 11,33 %. Teigiamam stimului įtaką darė JAV ir Kinijos derybos, kurių metu stipriai tikėtasi pasiekti bendrą susitarimą, padėsiantį išvengti prekybos karo, kuris pakenktų tarptautinei ekonomikai. Į ilgai trunkančias ir vis atsinaujinančias derybas, viso pasaulio investuotojai reagavo itin jautriai. Tai buvo galima pastebėti iš kasdien besikeičiančios pasaulio rinkų judėjimo trajektorijos. Panaši tendencija stebima ir Baltijos akcijų rinkoje. 2019 m. balandžio mėnesį OMXBBGI indeksas augo 4,33 %. Tai lėmė itin teigiamos nuotaikos pasaulio rinkose. Skelbiami pirmojo 2019 m. ketvirčio įmonių rezultatai džiugino investuotojus, kurie geopolitikos ir ekonomikos letėjimo grėsmes paliko kiek nuošalyje. 2019 m. liepos mėnesį stebimas OMXBBGI indekso augimas 3,92 %, kuriam vėlgi įtaką darė teigiami bendrovių pusmetiniai veiklos rezultatai. 2019 m. Baltijos akcijų rinka sugrįžo į prieš tai buvusį augimo lygį, OMXBBGI indeksas demonstravo 21,01 % augimą. Pagal pasaulinių rinkų indeksų prieaugį, 2019 m. akcijoms yra geriausi metai nuo 2009 m. finansinės krizės.

Atlikus Baltijos akcijų rinkos pagrindinio indekso OMXBBGI analizę, buvo pastebėta, kad nors Baltijos akcijų rinka stokoja likvidumo, o investuotojų skaičius yra mažas, tačiau rinkos dinamiką stipriai lemia Europoje ir JAV vyraujančios nuotaikos. Neramumai pasaulinėje

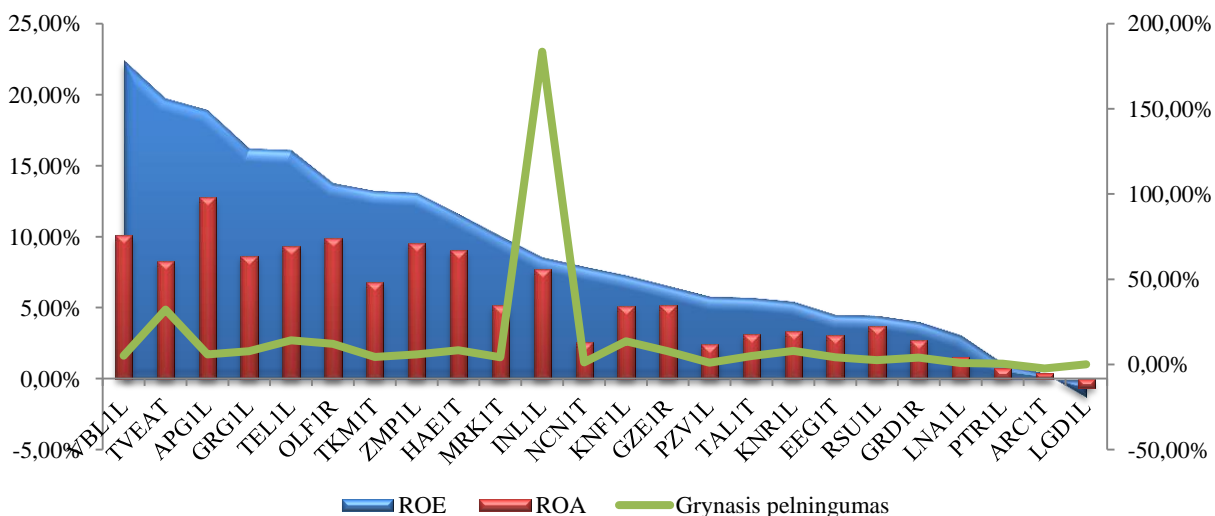


ekonomikoje ir iš to sekantys svyravimai pasaulinėse rinkose daro tiesioginę įtaką Baltijos akcijų rinkai. Baltijos rinka pastebimai išsiskiria tuo, kad rinkos dalyvių reakcija į pasaulinius įvykius yra veluojanti bei užsitęsusi. Kitaip tariant, reakcija vyksta su atsilikimu. Taip pat, ryškiai pastebimas OMXBBGI indekso augimas po kiekvieno ketvirčio paskelbtų rezultatų – šis įvykis rinkoje yra vertinamas kaip labai stiprus signalas. Naujienos, apie tai, kaip sekėsi bendrovėms pastarąjį ketvirtį, yra itin laukiamos investuotojų ir dažniausiai iš anksto teigiamai vertinamos.

## 2.4 Nasdaq OMX Baltic biržoje listinguojamų įmonių finansinių rodiklių analizė

Siekiant tinkamai įvertinti Baltijos akcijų biržoje listinguojamų įmonių dividendų politikos daromą įtaką akcijų grąžai, itin svarbu išanalizuoti šių įmonių finansinę būklę visu tiriamu laikotarpiu. Kaip ir buvo minėta prieš tai, tyrimui atlikti atrinktos 24 Baltijos akcijų biržoje listinguojamos įmonės, mokėjusios dividendus ne mažiau nei 4-ius metus, laikotarpiu 2015 – 2019 m. Į šią tyrimo imtį pateko 13 Lietuvos įmonių (VLN), 3 Latvijos įmonės (RIG) ir 8 Estijos įmonės (TLN).

Įmonių finansų būklę pasirinkta tirti per pagrindinių finansinių rodiklių prizmę – nuosavo kapitalo grąžos (ROE), turto grąžos (ROA) ir grynojo pelningumo rodiklius. Rezultatai buvo sugrupuoti ir pateikti apačioje (žr. 5 pav.).

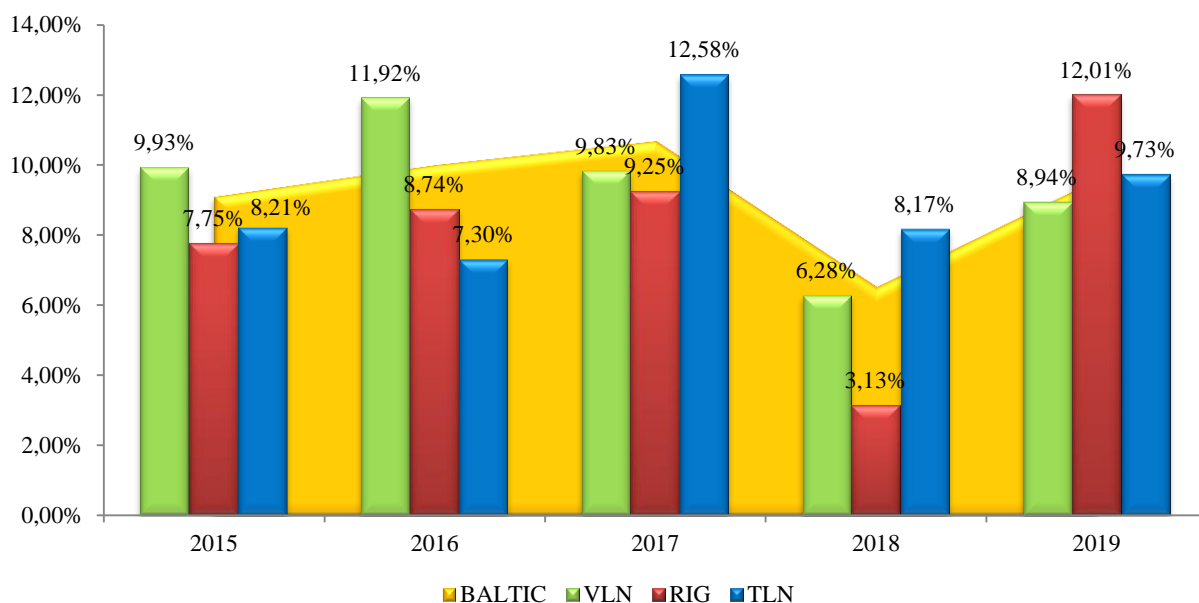


**5 paveikslas.** Tyrimo dalyvaujančių įmonių 5-erių metų vidutinė nuosavo kapitalo grąža (ROE), vidutinė turto grąža (ROA) ir vidutinis grynasis pelningumas, laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės).

5 paveiksle galima matyti bendrą Baltijos rinkoje dividendus mokančių įmonių duomenų suvestinę laikotarpiu 2015 – 2019 m., apimančią tris pagrindinius įmonės veiklą apibūdinančius rodiklius: kapitalo grąžą (ROE), turto grąžą (ROA) ir grynąjį pelningumą. Akivaizdu, kad

analizuojamoje rinkoje minėtu laikotarpiu įmonės generuojančios vidutiniškai didžiausią nuosavo kapitalo grąžą, kartu užtikrino ir vidutiniškai aukštesnius turto grąžos rodiklius lyginant su vidutiniškai mažesnę nuosavo kapitalo grąžą generavusiomis įmonėmis. Įmonių grynas pelningumas jokios akivaizdžios tendencijos neparodė, tačiau stebimas įmonės INL1L ryškus grynajo pelningumo išsiskyrimas iš visų likusių rinkos dalyvių. Akcinė bendrovė „INVL Baltic Farmland“ (INL1L) valdo uždarytą akcinių bendrovių, investuojančių į žemės ūkio paskirties žemę, akcijas. Įmonės veiklos principas yra investuoti į žemės ūkio paskirties žemę Lietuvoje, ją nuomoti ūkininkams ir žemės ūkio bendrovėms, taip užsitikrinti pajamas iš nuomos bei siekti pelno iš žemės ūkio paskirties žemės kainų augimo. Šios įmonės turtą pagrindė sudaro investicinis turtas, kuris visu analizuojamu laikotarpiu generavo investicinio turto tikrosios vertės koregavimo grynąjį pelną. Dėl šios priežasties įmonės grynas pelnas paprasčiausiai viršijo pajamas, gaunamas iš žemės nuomos, ir dėl to stebimas labai aukštas grynas pelningumas.

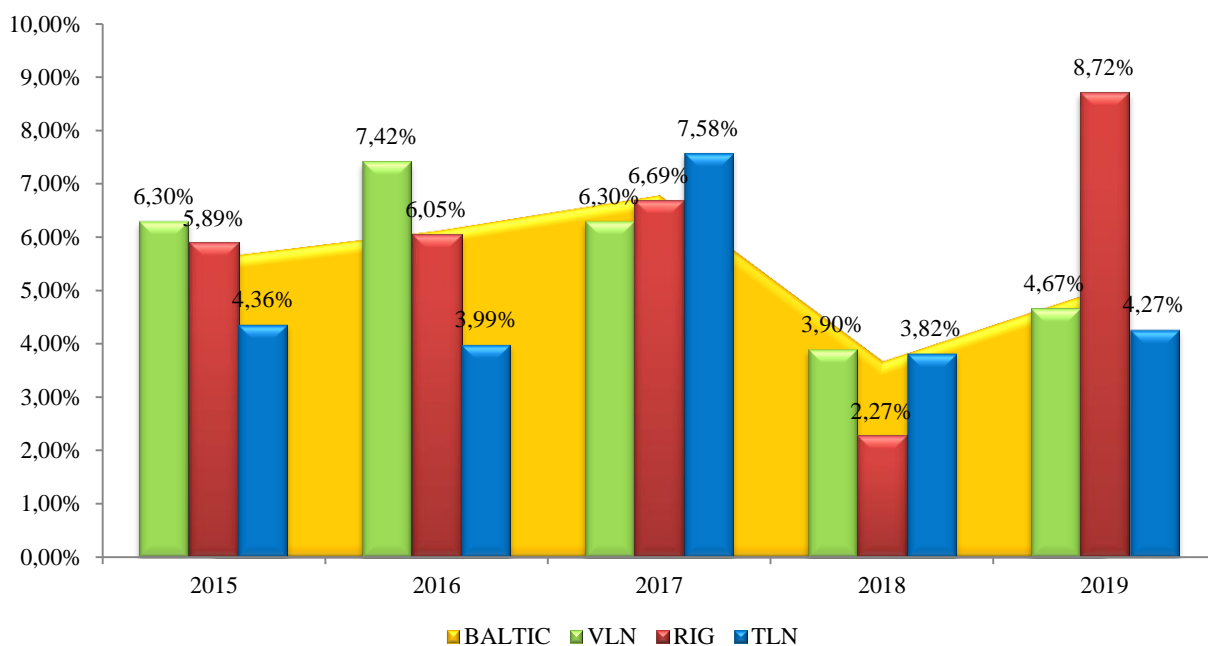
Apžvelgus analizuojamos rinkos bendrąjį vaizdą įmonių veiklos rezultatyvumo atžvilgiu, būtina atkreipti dėmesį, kaip šie rodikliai pasiskirstę pagal tris pagrindinius analizuojamos rinkos regionus: Lietuva, Latvija, Estija (žr. 6, 7, 8 pav.).



**6 paveikslas.** Tyrime dalyvaujančių įmonių 5-erių metų vidutinė nuosavo kapitalo grąža (ROE), laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės)

6 paveiksle matyti, kaip su lig kiekvienais metais 2015 – 2019 m. laikotarpiu kito visų trijų regionų: Vilniaus akcijų biržos (VLN), Rigos akcijų biržos (RIG) ir Talino akcijų biržos (TLN)

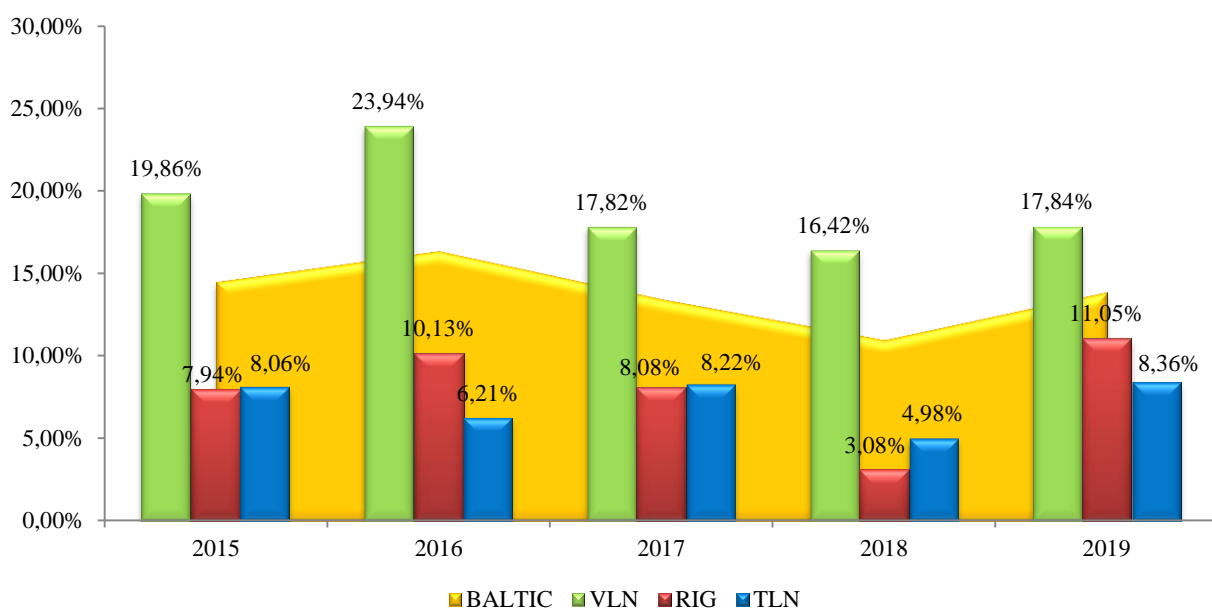
vidutinis nuosavo kapitalo grąžos (ROE) rodiklis, lyginant su vidutiniu analizuojamos rinkos (BALTIC) nuosavo kapitalo grąžos rodikliu. Akivaizdu, kad 2015 m. Vilniaus akcijų biržoje (VLN) listinguojamos įmonės, mokėjusios dividendus, vidutiniškai generavo didžiausią nuosavo kapitalo grąžą (9,93 %), Talino akcijų biržai (TLN) priklausančios įmonės kiek mažesnę (8,21 %) ir Rigos akcijų biržoje (RIG) listinguojamos įmonės mažiausią (7,75 %). 2016 m. stebimas VLN (11,92 %) ir RIG (8,74 %) įmonių vidutinio nuosavo kapitalo grąžos augimas, o TLN smukimas iki 7,30 %. 2017 m. matyti ROE rodiklio atvirkštinis kitimas: VLN (9,83 %) ir RIG (9,25 %) smuko, TLN augo (12,58 %) ir pirmą kartą viršijo vidutinį analizuojamos rinkos BALTIC dydį (10,67 %). 2018 m. visuose analizuojamuose regionuose stebimas vidutinio ROE rodiklio ryškus susitraukimas, o 2019 m. matomas visų regionų atsigavimas. Reikėtų atkreipti dėmesį į tai, kad RIG (12,01 %) pirmą kartą viršijo vidutinį analizuojamos rinkos BALTIC dydį (9,58 %).



**7 paveikslas.** Tyrimė dalyvaujančių įmonių 5-erių metų vidutinė turto grąža (ROA), laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės)

7 paveiksle pateiktas kitas pagrindinis įmonių veiklą atspindintis rodiklis – vidutinis turto grąžos (ROA) rodiklis ir jo kaita visu analizuojamu 2015 – 2019 m. laikotarpiu, išskiriant visų trijų regionų rezultatus: Vilniaus akcijų biržos (VLN), Rigos akcijų biržos (RIG) ir Talino akcijų biržos (TLN). ROA kaita analizuojamu laikotarpiu iš dalies atkartoja ROE kitimą: 2015 m. Vilniaus akcijų biržoje (VLN) listinguojamos įmonės, mokėjusios dividendus, vidutiniškai generavo didžiausią turto grąžą (6,30 %), Rigos akcijų biržai (RIG) ir Talino akcijų biržai (TLN)

priklausančios įmonės pasižymėjo atitinkamai mažesne vidutine turto grąža: 5,89 % ir 4,36 %. 2016 m. VLN (7,42 %) ir RIG (6,05 %) regionų ROA rodiklis augo, o TLN smuko (3,99 %). 2017 m. TLN vidutinis turto grąžos rodiklis šoktelėjo dvigubai iki 7,58 % ir viršijo vidutinį analizuojamos rinkos BALTIC dydį (6,78 %), RIG ūgtelėjo minimaliai iki 6,69 %, o VLN smuktelėjo iki 6,30 %. 2018 m. vėlgi indikuoja apie prastus įmonių analizuojamose rinkose rezultatus, kadangi visų regionų vidutinis ROA stipriai smuko: VLN (3,90 %), RIG (2,27 %) ir TLN (3,82 %). 2019 m. smarkiai pasižymėjo RIG rinkai priklausančios analizuojamos įmonės, kurios vidutiniškai generavo 8,72 % turto grąžos, tai palyginti du kartus daugiau nei visos BALTIC rinkos rodiklis (5,04 %).



**8 paveikslas.** Tyrimė dalyvaujančių įmonių 5-erių metų vidutinis grynasis pelningumas, laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės)

8 paveiksle parodytas vienas iš esminių finansinio rezultatyvumo rodiklių – grynasis pelningumas ir jo kaita visu analizuojamu 2015 – 2019 m. laikotarpiu, vaizduojant visų trijų regionų rezultatus: Vilniaus akcijų biržos (VLN), Rigos akcijų biržos (RIG) ir Talino akcijų biržos (TLN). Itin ryškiai išsiskiriantis Vilniaus akcijų biržos (VLN) vidutinio pelningumo rodiklio dydis, visu laikotarpiu 2015 – 2019 m. viršijo likusių rinkų RIG ir TLN rodiklius bei pačią BALTIC rinką. Tam įtakos turėjo prieš tai aptarta VLN akcijų biržoje listinguojama akcinė bendrovė „INVL Baltic Farmland“ (INL1L), kurios 5-erių metų grynasis pelningumas siekė 183,57 %. Visų trijų regionų prasčiausi metai fiksuojami 2018 m., kuomet vidutinis grynasis pelningumas siekė VLN (16,42 %), RIG (3,08 %) ir TLN (4,98 %). VLN didžiausias grynasis

pelningumas buvo stebimas 2016 m. (23,94 %), RIG šis rodiklis indikavo apie itin aukštus įmonių rezultatus 2019 m. ir siekė 11,05 %, tuo tarpu TLN vidutinis grynasis pelningumas taip pat buvo fiksuojamas 2019 m. (8,36 %).

Apžvelgus Baltijos akcijų biržoje listinguojamų ir dividendus mokėjusių įmonių pagrindinių finansinių rodiklių ROE, ROA ir grynojo pelningumo judėjimus laikotarpiu 2015 – 2019 m., verta atkreipti dėmesį į tam tikrus ekonominius rinkos aspektus, dariusius įtaką atitinkamiems apskaičiuotiems rodikliams.

Po 2009 m. pasaulinės finansinės krizės visoms trims Baltijos šalims stėjo ilgas ir sunkus sugriautos ekonomikos gaivinimo laikotarpis. Mokslininkės Staehr (2015) atliktas Baltijos šalių ekonomikos augimo tyrimas išryškino keleta veiksnių, ribojančių ekonomikos augimo spartą: kvestionuotina aukštojo mokslo kokybė, mažas aukštųjų technologijų indėlis ekonomikos pridėtinei vertei kurti, senstanti šalių demografinė padėtis. Kaip pažymi autorė, didelė dalis gyventojų buvo apmokyti sovietmečiu, o tuo metu įgyti įgūdžiai nebeatitinka tų, kurių reikia greitai besikeičiančioje visuomenėje. Aukštojo mokslo studentai Estijoje ir Latvijoje paprastai praleidžia mažai laiko mokydami, tačiau jie daug laiko praleidžia dirbdami (už atlygį). Rezultate šių šalių mokslinė sfera skursta, trūksta itin kvalifikuotų specialistų, gebančių įvaldyti bei integruoti aukštąsias technologijas, taip nukreipiant gamybą ir eksportą į aukštųjų technologijų prekes bei plečiant aukštą pridėtinę vertę kuriančią šalies ekonomiką. Senstanti visuomenė bei emigracija mažina darbingo amžiaus gyventojų skaičių ir šalys pakliūna į vidutinių pajamų spąstus.

Aukščiausiu bendroju vidaus produktu (BVP) 2015 m. pasižymėjo Latvija 3,26 %, Lietuvos BVP buvo fiksuojamas 2,03%, Estijos 1,85 %. Dėl nuvertėjusio rublio kurso, papildomų mokesčių norint išsikeisti valiutą ir sudėtingesnio vizų gavimo proceso, žymiai sumažėjo NVS šalių pirkėjų srautas Baltijos regione. Ši priežastis darė tiesioginę įtaką prekybos sektoriaus rezultatų vumui. Kaip pažymima Lietuvos banko išleistoje Lietuvos ekonomikos 2015 m. apžvalgoje, dėl žemų energijos žaliavų kainų ir vis dar galiojančių ekonominių sankcijų Rusijai, „su šia valstybe ekonomiais bei finansiniais ryšiais susijusių šalių ūkio aktyvumas yra labai sumažėjęs“ (2015). Tačiau nors eksportas į Rytų valstybes pastebima stipriai smukęs, visa tai atsveria eksportuotojų aktyvus skverbimasis į naujas rinkas.

2016 m. Latvijos BVP krito ir siekė 1,77 %, Lietuvos ugtelėjo iki 2,55 %, o Estijos 2,63 %. Lietuvos banko išleistoje Lietuvos ekonomikos 2016 m. apžvalgoje akcentuojamas Lietuvos apdirbamosios gamybos augimas, ypatingai baldų ir medienos gaminių gamyba. Pastebima

gerėjanti situacija maisto pramonėje, nors bendrai veiklų apimtis vis dar buvo sumažėjusi. Vilniaus akcijų biržai (VLN) priklausanti baldų gamybos įmonė AB „Vilniaus baldai“ (VBL1L) 2016 m. fiksavo 34,28 % pajamų augimą (2015 m. 43,90 mln. Eur, 2016 m. 58,95 mln. Eur) ir net 50,14 % grynojo pelno augimą (2015 m. 2,16 mln. Eur, 2016 m. 3,24 mln. Eur). Maisto pramonės sektoriui priklausančios VLN įmonės: AB „Linus Agro Group“ (LNA1L), AB „Pieno žvaigždės“ (PZV1L), AB „Rokiškio sūris“ (RSU1L) ir AB „Žemaitijos pienas“ (ZMP1L) bendros tendencijos veiklų rezultatyvume neišskyrė. Pastebima, kad AB „Linus Agro Group“ (LNA1L) pajamos augo tolygegreičiai su pardavimų savikaina, tad 2016 m. rezultate matomas grynojo pelno susitraukimas -57,10%. Kaip aiškina įmonės vadovybė 2016 m. konsoliduotų finansinių ataskaitų rinkinyje, 2015 – 2016 m. įmonės veiklai tiesioginę įtaką darė krentančios pasaulinės žaliavų kainos, tad tai atsiliepė įmonės parduodamų produktų kainoms bei prekybos maržoms, kurios minimu laikotarpiu mažėjo. Tuo tarpu AB „Pieno žvaigždės“ (PZV1L) pajamos 2016 m. susitraukė -8,34 %, pardavimų savikaina sumažėjo -9,02 %, tad bendrame rezultate įmonės grynasis pelnas sumažėjo -32,38 % (2015 m. 2,66 mln. Eur, 2016 m. 1,80 mln. Eur). Kaip pateikta 2016 m. audito išvadoje, tam įtakos turėjo Rusijos Federacijos taikomos sankcijos prekybai, kas lėmė, kad bendrovės vietiniai ir eksporto pardavimai sumažėjo. Kur kas kitokia situacija stebima AB „Rokiškio sūris“ (RSU1L), kuri išaugino grynąjį pelną net 168,32 % (2015 m. 3,90 mln. Eur, 2016 m. 10,45 mln. Eur). Kaip teigiama įmonės 2016 m. konsoliduotame metiniame pranešime, įmonė sugebėjo susidoroti su Rusijos Federacijos įvesto embargo pasekmėmis, kadangi per pastaruosius dvejus metus buvo atrastos naujos eksporto kryptys: Italija, Olandija, Ispanija. Taip pat, 2016 m. pabaigoje Lietuvos pienininkams atsivėrė Kinijos rinka.

Kaip teigia Latvijos tarptautinių moksliniais tyrimais pagrįstų farmacijos gamintojų asociacijos (SIFFA) generalinis direktorius Bolevics (2019), Latvijos farmacijos sektorius yra vienas pagrindinių veiksnių, skatinančių bendrą šalies ekonomikos augimą, užimtumą ir geresnius visuomenės sveikatos rezultatus. Būtent tik Rigos akcijų biržai (RIG) priklausančios farmacijos įmonės patenka tarp tyrimo dalyvaujančiųjų. AS „Grindeks“ (GRD1R) 2016 m. pajamos augo 27,46 %, o grynasis pelnas išaugo net 8 kartus lyginant su 2015 m. (2015 m. 1,047 mln. Eur, 2016 m. 9,503 mln. Eur). Pardavimai stipriai padidėjo Rytų rinkose: Rusijoje, Moldovoje, Ukrainoje, Baltarusijoje, Gruzijoje. Taip pat, siekiant diversifikuoti verslo strategines kryptis, imtasi stipriau vystyti įmonės veiklą naujose rinkose. Be to, įvertinus valiutos riziką buvo nuspręsta riboti pardavimus į Centrinę Aziją. Kitai Latvijos farmacijos gigantei AS „Olainfarm“

(OLF1R) 2016 m. nebuvo tokie sėkmingi. Nors kaip įmonė pati teigia, jai pavyko pasiekti rekordinius pardavimus (2015 m. 97,39 mln. Eur, 2016 m. 110,69 mln. Eur), tačiau grynasis pelnas smuko -24,22 %. Pelningumui neigiamos įtakos turėjo suformuoti atidėjiniai, kurie per šį laikotarpį sudarė apie 7 mln. Eur.

Iš 8 Estijos akcijų biržoje (TLN) listinguojamų įmonių, dalyvaujančių tyrime, pusės jų grynasis pelnas už finansinius 2016 m. buvo fiksuojamas mažesnis nei 2015 m.: AS „Arco Vara“ (ARC1T) (2015 m. 0,46 mln. Eur, 2016 m. -0,83 mln. Eur), AS „Merko Ehitus“ (MRK1T) (2015 m. 9,84 mln. Eur, 2016 m. 6 mln. Eur), AS „Tallink Grupp“ (TAL1T) (2015 m. 59,07 mln. Eur, 2016 m. 44,1 mln. Eur), AS „Tallinna Vesi“ (TVEAT) (2015 m. 19,86 mln. Eur, 18,39 mln. Eur). Kaip pažymima AS „Merko Ehitus“ (MRK1T) valdybos pirmininko pranešime, 2016 m. buvo itin komplikuoti Baltijos šalių įmonėms, priklausančioms statybų sektoriui. Viešosios investicijos į infrastruktūros objektus keletą metų iš eilės išliko nedidelės, o civilinės inžinerijos apimtys 2016 m. nepateisino lūkesčių. Kainų konkurencija statybų pirkimuose išlieka itin įtempta, rezultate verčianti tiek pagrindinius rangovus, tiek perkančiuosius subjektus prisiimti didžiulę riziką. Kruopštus statybų proceso planavimas ir efektyvus valdymas, taip pat naujų statybos technologijų diegimas tampa vis svarbesni siekiant išlaikyti konkurencinį pranašumą. AS „Tallink Grupp“ (TAL1T) pirmaujanti Europos keltų operatorė 2016 m. suprastėjusius pardavimus ir smukusį grynąjį pelną aiškina tuo, kad vienas iš įmonės pajamų šaltinių sumenko – pajamos iš frachtavimo veiklos.

2017 m. pastebimas kiek ryškesnis Baltijos šalių BVP augimas: Latvijos BVP siekė 3,79 %, Lietuvos 4,25 %, o Estijos 5,75 %. Tiek prieš tai apžvelgti Estijos rinkai priklausančių įmonių finansinių rodiklių rezultatai (ROE, ROA, grynasis pelnas), tiek stipriai paaugęs BVP – leidžia teigti, kad būtent šis Baltijos regionas patyrė didžiausią teigiamą ekonominį postūmį. Itin aukštus rezultatus parodė AS „Harju Elekter“ (HAE1T), priklausanti pramoninių gaminių sektoriui. Įmonės pajamos augo 67,41 % (2016 m. 61,18 mln. Eur, 2017 m. 102,4 mln. Eur), o 2017 m. grynasis pelnas buvo 9 kartus didesnis nei 2016 m. (2016 m. 3,22 mln. Eur, 2017 m. 29,13 mln. Eur). Kaip teigiama įmonės 2017 m. metiniame pranešime, tokius rezultatus lėmė itin svarbių sutarčių pasirašymas su Suomijos klientais. Įmonės veikla kurią aukštą pridėtinę vertę ir vis dairosi perspektyvių sričių įgalinimo: neseniai įžengė į augantį laivų statybos sektorių, taip pat į automatinės įrangos sferą. Tad Skandinavijos rinka yra ypatingai svarbi siekiant stiprinti įmonės naujas veiklas. Statybų įmonė AS „Merko Ehitus“ (MRK1T) taip pat viršijo visus savo lūkesčius ir 2017 m. augino pajamas 26,05 % (2016 m. 251,97 mln. Eur, 2017 m. 317,6 mln. Eur), bei

uždirbo du kartus didesnę grynąją pelną nei 2016 m. (2016 m. 6 mln. Eur, 2017 m. 15,75 mln. Eur). Tokius rezultatus lėmė išaugusių statybos sutarčių skaičius, sudarytų su privataus sektoriaus klientais. Tačiau įmonė pažymi, kad toks stiprus rezultatas nėra įprastas. Statybų rinka vis dar susiduria su iššūkiais dėl žaliavų kainų kilimo ir projektavimo bei subrangos išteklių trūkumo.

Kaip pažymima Lietuvos banko išleistoje Lietuvos ekonomikos 2017 m. apžvalgoje, Lietuvos ūkio plėtra yra ryškiai pagyvėjusi. Nors ekonominio aktyvumo augimą skatino importo ir eksporto padidėjimas visoje tarptautinėje ekonominėje aplinkoje, pastebima tai, kad kai kurios Vilniaus akcijų biržoje listinguojamos įmonės netruko susidurti su tam tikrais iššūkiais, ribojusiais jų augimo galimybes. AB „INVL Baltic Farmland“ (INL1L) grynas pelnas krito - 25,82 % (2016 m. 1,19 mln. Eur, 2017 m. 0,89 mln. Eur). 2017 m. metiniame pranešime bendrovė pažymi, kad prasti orai stipriai paveikė vasarinių javų derlių. AB „Litgrid“ (LGD1L), priklausanti komunalinių paslaugų sektoriui, 2017 m. grynas pelnas sumažėjo bene -46,32 % (2016 m. 17,86 mln. Eur, 9,59 mln. Eur). Kaip pati įmonė teigia, tam įtakos turėjo 6,5 mln. eurų mažesnės delpinigių ir netesybų pajamos, 2,2 mln. eurų blogesnis dalyvavimo Europos perdavimo sistemos operatorių tranzito kompensavimo mechanizme (ITC) rezultatas ir 2 mln. eurų mažesnės naujų vartotojų prijungimo pajamos.

2018 m. vėl matomas sulėtėjęs Baltijos šalių BVP augimas: Latvijos BVP augo 4,26 %, Lietuvos smuko ir siekė 3,65 %, o Estijos BVP rodiklis buvo 4,76 %. Vilniaus akcijų biržai (VLN) priklausančios prekybos įmonės Apranga (APG1L) grynas pelnas sumažėjo beveik dvigubai, nuo 2017 m. buvusio 13,87 mln. Eur iki 2018 m. 7,57 mln. Eur. Tam įtakos turėjo išaugusi konkurencija, besikeičiančios vartojimo sąlygos ir kaip pažymima įmonės 2018 m. konsoliduotame metiniame pranešime: „dėl neįprastai šaltų oro sąlygų pirmąjį metų ketvirtį bei labai šilto oro trečią metų ketvirtį buvo prasti naujo sezono prekių pardavimai, atitinkamai sumažinę bendrus pardavimų pelningumo rodiklius“. Prekybos įmonės Vilniaus baldai (VBL1L) taip pat stebimas grynojo pelno žymus sumažėjimas nuo 2017 m. buvusio 4,45 mln. Eur, iki 2018 m. 2,26 mln. Eur, dėl baldų paklausos svyravimo, kintančios geopolitinės situacijos.

2019 m. stebimas rinkos suaktyvėjimas. Nors Latvijos BVP smuko ir siekė 2,05 %, tiek Lietuvos BVP augo 4,34 %, tiek Estijos – 4,99 %. Pelningumo augimu labiausiai pasižymėjo Latvijos regionas (2018 m. 3,08 %, 2019 m. 11,05 %). Dvi didžiausios Latvijos farmacijos rinkos dalyvės – AS „Grindeks“ ir AS „Olainfarm“ parodė itin aukštus rezultatus. AS „Grindeks“ 2019 m. deklaravo 13,45 mln. Eur grynąją pelną, kai 2018 m. įmonė patyrė -9,74 mln. Eur nuostolį. Toks augimas buvo nulemtas pasikeitusios įmonės veiklos strategijos – koncentruotis į sėkmingai



vykdomus projektus ir dirbti ties tuo. Taip pat atsisakyti visų abejotinų projektų, iki šiol nesukūrusių įmonei pridėtinės vertės. Tuo tarpu AS „Olainfarm“ 2019 m. savo grynąjį pelną išaugino daugiau nei dvigubai (2018 m. 10,73 mln. Eur, 2019 m. 23,63 mln. Eur). Tam įtakos turėjo itin išaugę pardavimai pagrindinėse rinkose: Rusijoje, Baltarusijoje, Ukrainoje.

Taigi antroje darbo dalyje buvo nustatyta tyrimo imtis bei sukonstruotas įvairialypis tyrimo modelis. Tyrimui atlikti buvo atrinktos Nasdaq OMX Baltic vertybinių popierių biržoje listinguojamos įmonės, ne mažiau nei 4 metus laikotarpiu 2015 - 2019 m. mokėjusios piniginius dividendus. Viso tokių įmonių buvo nustatyta 24, kurios 116 kartų išmokėjo piniginius dividendus. Atlikus Baltijos akcijų rinkos pagrindinio indekso OMXBBGI ir Baltijos rinkos įmonių finansinės būklės analizę, buvo pastebėta, kad įmonės generuojančios vidutiniškai didžiausią nuosavo kapitalo grąžą, kartu užtikrino ir vidutiniškai aukštesnius turto grąžos rodiklius lyginant su vidutiniškai mažesnę nuosavo kapitalo grąžą generavusiomis įmonėmis. 2015 m. stebimas Baltijos rinkos indekso lėtas, tačiau stabilus kainos augimas, užtikrinęs metinę 14,43 % grąžą. Svarbiausi pasauliniai įvykiai, palietę ir Baltijos akcijų rinką, buvo Graikijos valstybės ekonominis nestabilumas bei indeksų kritimas Kinijos rinkoje. Baltijos rinkos vidutinis nuosavo kapitalo grąžos (ROE) rodiklis siekė 9,08 %, vidutinis turto grąžos (ROA) rodiklis 5,60 % ir vidutinis grynasis pelningumas 14,44 %. Dėl nuvertėjusio rublio kurso, papildomų mokesčių norint išsikeisti valiutą ir sudėtingesnio vizų gavimo proceso, galiojančių ekonominių sankcijų Rusijai, žymiai sumažėjo NVS šalių pirkėjų srautas Baltijos regione. Ši priežastis darė tiesioginę įtaką prekybos sektoriaus rezultatyvumui bei eksportui į Rytų valstybes. 2016 m. vyravusios teigiamos nuotaikos lėmė pagrindinio indekso OMXBBGI 24,68 % augimą. Itin rezultatyvūs finansiniai metai užgožė svarbiausius įvykius pasaulyje: žaliavų kainų nuosmukis metų pradžioje, stagnuojanti JAV darbo rinka, neaiškus Jungtinės Karalystės tolimesnis likimas Europos Sąjungoje. Baltijos rinkos rodikliai augo: vidutinis nuosavo kapitalo grąžos (ROE) rodiklis siekė 9,98 %, vidutinis turto grąžos (ROA) rodiklis 6,11 % ir vidutinis grynasis pelningumas 16,31 % (tai didžiausias rezultatas analizuojamu laikotarpiu). Stebimas Lietuvos apdirbamosios gamybos augimas, gerėjanti situacija maisto pramonėje, Latvijos farmacijos sektoriaus rezultatyvumas. Pažymima, kad 2016 m. buvo itin komplikuoti Baltijos šalių įmonėms, priklausančioms statybų sektoriui. 2017 m. fiksuojamas rekordinis OMXBBGI augimas, siekęs 27,52 %. Tam įtakos turėjo pirmoji metų pusė, dėl vis dar palankių investuotojams įmonių rezultatų bei teigiamų įvykių pasaulyje: Emmanuelio Macrono tapimas Prancūzijos prezidentu, Graikijos sėkmingas 5-ųjų metų trukmės obligacijų išplatinimas. Tačiau įtampa, dėl neramumų Šiaurės Korėjoje lėmė

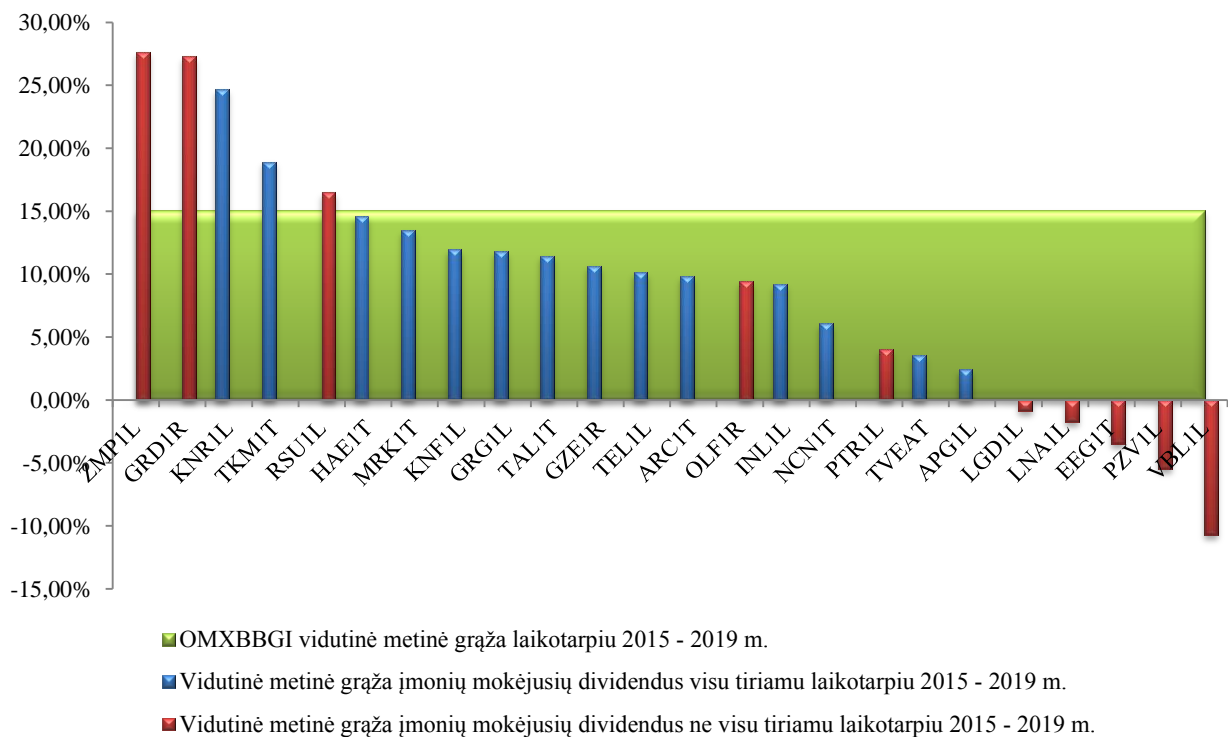
pasaulio rinkų indeksų smukimą. Baltijos rinkos rodikliai ROE (10,67 %) ir ROA (6,78 %) augo, vidutinis grynasis pelningumas krito ir siekė 13,40 %. Lietuvos ūkio plėtra stebima ryškiai pagyvėjusi, nors prastas vasaros sezonas turėjo neigiamos įtakos toms įmonėms, kurios yra susijusios su žemės ūkio veikla. 2018 m. prasidėjęs ir užsitęsęs JAV ir Kinijos tarpusavio prekybos karas, Turkijos valiutos (liros) nuosmukis, kriptovaliutos Bitcoinio griūtis, žaliavų kainų nuosmukis bei prastėjantys įmonių rezultatai lėmė akcijų kainų kritimą. 2018 m. OMXBBGI rezultatas vertinamas -12,40 % nuosmukiu. Baltijos rodikliai ROE (6,51 %), ROA (3,67 %) ir grynasis pelningumas (10,94 %) stipriai krito. Būtent 2018 m. stebimas itin sulėtėjęs Baltijos šalių augimas, apspręstas prastų įmonių rezultatų bei didelių svyravimų pasaulio rinkose. 2019 m. OMXBBGI indeksas demonstravo 21,01 % augimą. Vis gerėjantys įmonių rezultatai ir tarp JAV ir Kinijos pradėtos taikos derybos džiugino investuotojus. Baltijos rodikliai atsistatė: ROE (9,58 %), ROA (5,04 %), grynasis pelningumas (13,83 %). Nors Baltijos akcijų rinka stokoja likvidumo, o investuotojų skaičius yra mažas, tačiau rinkos dinamiką stipriai lemia Europoje, JAV ir Kinijoje vyraujančios nuotaikos. Neramumai pasaulinėje ekonomikoje ir iš to sekantys svyravimai pasaulinėse rinkose daro tiesioginę įtaką Baltijos akcijų rinkai.

### 3 BALTIJOS AKCIJŲ BIRŽOJE LISTINGUOJAMŲ ĮMONIŲ DIVIDENDŲ POLITIKOS POVEIKIO AKCIJŲ GRAŽAI TYRIMAS

Šioje darbo dalyje siekiama nustatyti ryšį tarp dividendų politikos ir akcijų gražos. Tyrimas apima Nasdaq OMX Baltic biržoje listinguojamų ir dividendus mokančių įmonių akcijų gražos ir rizikos analizę. Toliau atliekamas šių įmonių dividendų politikos ištyrimas. Gauti rezultatai vertinami pasitelkiant segmentavimo analizę, duomenis suskirstant progresyvumo-pasyvumo atžvilgiu. Remiantis atliktomis analizėmis bei turimais duomenimis formuojami metiniai investiciniai portfeliai istoriniu laikotarpiu (2015 – 2019 m.). Atliekama koreliacinė regresija siekiant nustatyti ryšį tarp investicinių portfelių gražos bei dividendų politikos kintamųjų.

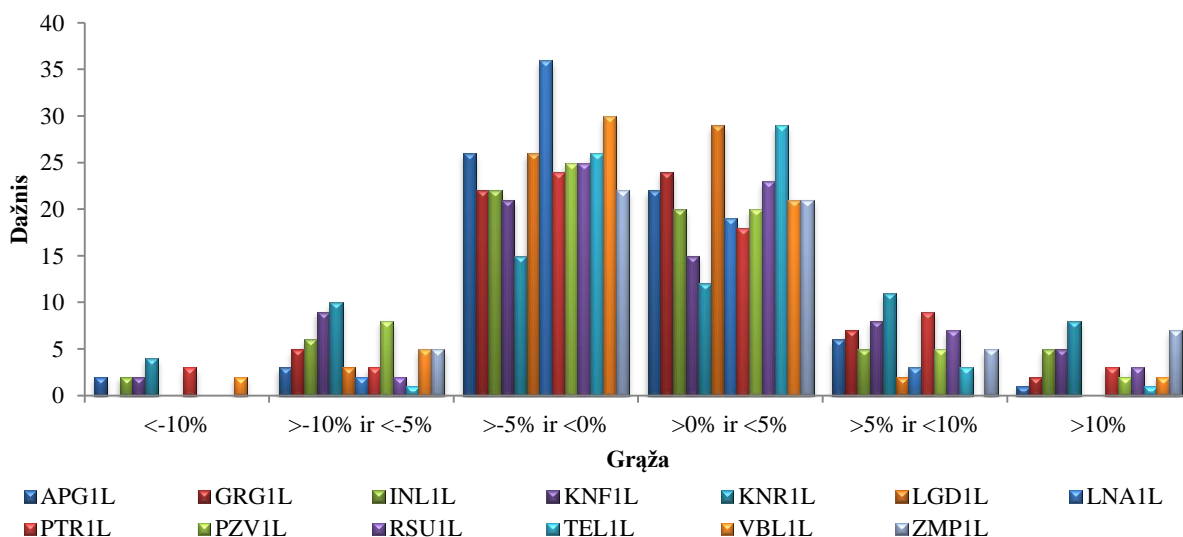
#### 3.1 Nasdaq OMX Baltic biržoje listinguojamų įmonių akcijų gražos analizė

Atsižvelgiant į metodologinę darbo dalyje pateiktą tyrimo modelį, šiame tyrimo etape pateikiama Nasdaq OMX Baltic biržoje listinguojamų įmonių akcijų vidutinės metinės gražos analizė laikotarpiu 2015 – 2019 m.



**9 paveikslas.** Tyrimo dalyvaujančių įmonių ir Baltijos akcijų rinkos indekso OMXBBGI vidutinė metinė grąža laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės)

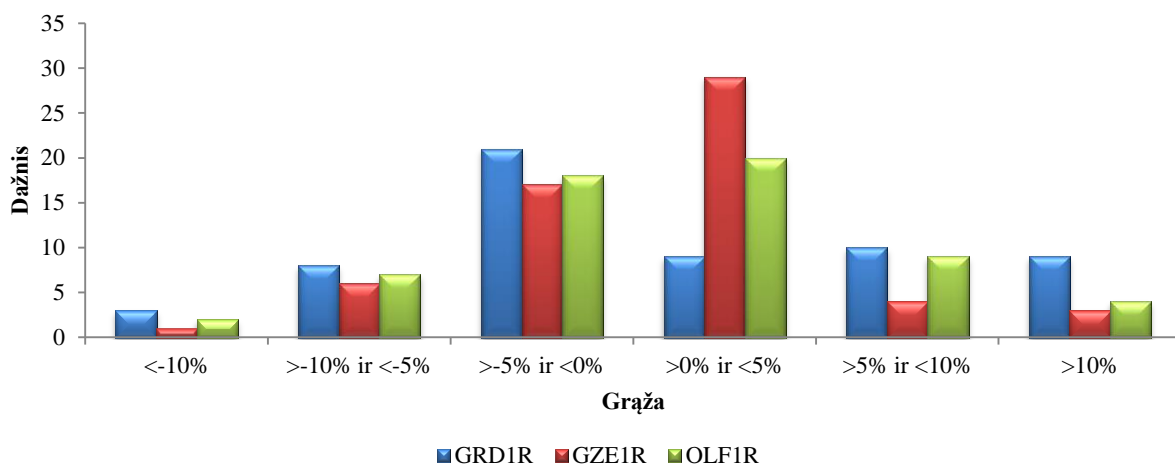
Kaip galima pastebėti iš pateiktos bendros analizuojamų Baltijos rinkos akcijų ir OMXBBGI indekso gražų suvestinės (žr. 9 pav.), 5 iš 24 įmonių generavo aukštesnę vidutinę metinę gražą nei rinkos indekso graža (15,05 %): ZMP1L, GRD1R, KNR1L, TKM1T, RSU1L. Pusė tyrime dalyvaujančių įmonių (12 įmonių iš 24), analizuojamu laikotarpiu generavo didesnę nei 10 % vidutinę metinę gražą. 9 iš šių 12 minėtų įmonių visu analizuojamu laikotarpiu 2015 – 2019 m. bent kartą į metus mokėjimo dividendus. 7 įmonės iš 24 generavo mažesnę nei 10 %, bet didesnę nei 0 % vidutinę metinę gražą. 5 iš 7 minėtų įmonių visu analizuojamu laikotarpiu 2015 – 2019 m. bent kartą į metus mokėjimo dividendus. 5 įmonės iš 24 generavo neigiamą vidutinę metinę gražą analizuojamu laikotarpiu: 3 įmonių neigiama vidutinė metinė graža nebuvo mažesnė nei -5 %, vienos įmonės (PZV1L) neigiama vidutinė metinė graža siekė -5,43 % ir pačioje sąrašo apačioje liko įmonė (VBL1L) kurios neigiama vidutinė metinė graža siekė -10,68 %. Visos šios 5 įmonės mokėjo dividendus ne visu tiriamu laikotarpiu 2015 – 2019 m.



**10 paveikslas.** Tyrime dalyvaujančių įmonių priklausančių VLN regionui 60-ies mėnesių akcijų gražų histograma laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės)

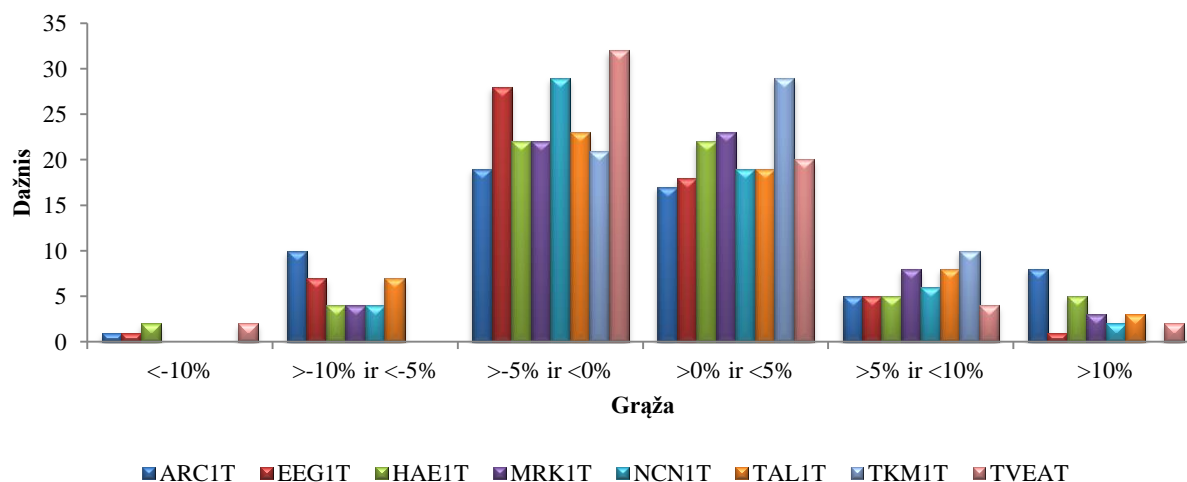
Norint įvertinti analizuojamų įmonių akcijų gražą bei pagrįsti gražos rezultatus laikotarpiu 2015 – 2019 m. būtina atsižvelgti į šių įmonių 60-ies mėnesių gražų histogramas, kitaip tariant, įvertinti gražų duomenų skaičių dažnius pasiskirsčiusius gražų verčių diapazone. Kaip matyti iš 10 paveiksle pateiktos informacijos, Vilniaus akcijų biržai (VLN) priklausančių įmonių mėnesinės gražos pagrindė susitelkusios ties histogramos viduriu. Tai reiškia, kad akcijų graža daugiausiai kartų buvo fiksuojama gražos diapazone tarp -5 % ir 5 % (320 kartų tarp -5 % ir 0 %, 273 kartus tarp 0 % ir 5 %). Įmonės, kurių pastebimas ryškesnis akcijų gražos dažnis histogramos galuose, indikuoja apie didesnę šių akcijų riziką. Šiuo atveju galime pastebėti, kad didžiausią

vidutinę metinę grąžą generavusios įmonės KNR1L (24,67 %) ir ZMP1L (27,65 %) išsiskiria ir kur kas intensyvesniu grąžos dažniu histogramos grąžos diapazone >10 % (KNR1L 8 kartus, ZMP1L 7 kartus).



**11 paveikslas** Tyrime dalyvaujančių įmonių priklausančių RIG regionui 60-ies mėnesių akcijų grąžų histograma laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės)

Žvelgiant į 11 paveiksle pateiktą Rigos akcijų biržai (RIG) priklausančių įmonių mėnesinių grąžų pasiskirstymą histogramoje, pastebima panaši tendencija kaip ir prieš tai aptarta VLN regionui priklausančių įmonių mėnesinių grąžų sklaidos kryptis. Histogramos centre matomas didžiausias akcijų grąžų susitelkimas: 114 duomenų atvejų iš 180 (56 kartai tarp -5 % ir 0 %, 58 kartai tarp 0 % ir 5 %). Didžiausią vidutinę metinę grąžą generavusi RIG įmonė GRD1R (27,31 %) fiksavo aukščiausią dažnį histogramos kraštuose (9 kartai >10 % grąžos diapazone). Šios įmonės grąžą galima priskirti prie aukštesnės rizikos akcijų grupės.



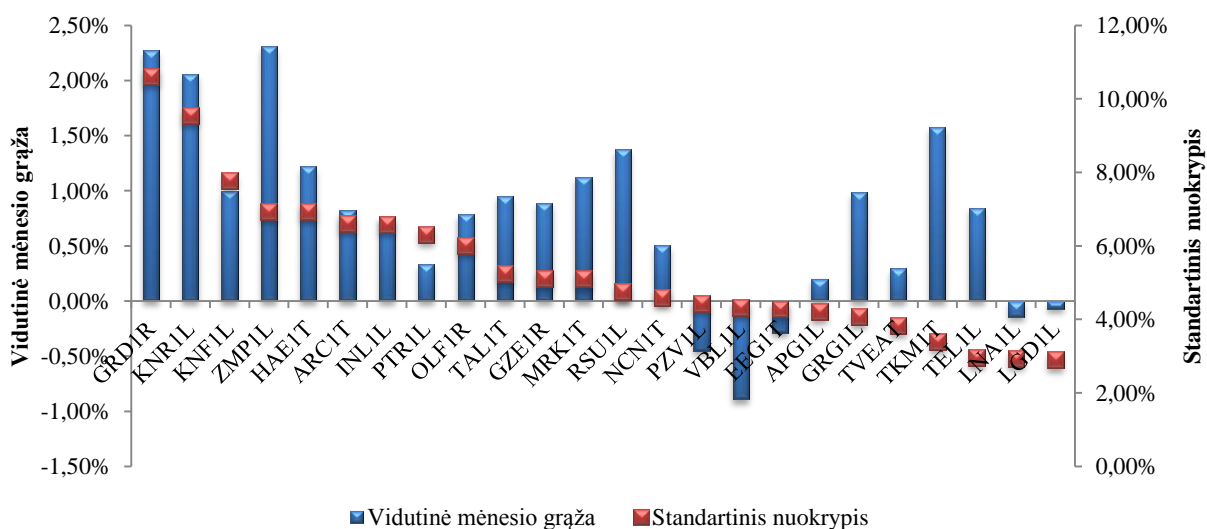
**12 paveikslas.** Tyrime dalyvaujančių įmonių priklausančių TLN regionui 60-ies mėnesių akcijų grąžų histograma laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės)

Kaip galima pastebėti iš 12 paveiksle pateiktos Talino akcijų biržai (TLN) priklausančių įmonių mėnesinių grąžų pasiskirstymo histogramos, šių grąžų sklaidos kryptis taip pat atitinkamai vaizduoja panašią tendenciją į RIG ir VLN histogramose pateiktą informaciją. Didžiausia sklaidos koncentracija vėlgi stebima ties histogramos viduriu: 196 kartai tarp -5 % ir 0%, 167 kartai tarp 0 % ir 5 %. Didžiausią vidutinę metinę grąžą generavusi TLN įmonė TKM1T (18,93 %) negali būti priskiriama rizikingiausių akcijų grupei, kadangi šios įmonės akcijų grąžos dažnis stebimas labiau ties histogramos vidurio grąžos diapazonu. Šiuo atveju prie rizikingų akcijų grupės priskiriama įmonė ARC1T, kurios akcijų grąžos dažnis histogramos krašte >10 % grąžos diapazone buvo fiksuojamas 8 kartus.

Atlikus tyrime dalyvaujančių įmonių akcijų grąžos analizę laikotarpiu 2015 – 2019 m., tyrimo imtis pasidalino į dvi lygias dalis – 12 įmonių lyderių, generavusių aukštą metinę grąžą (>10 %), ir 12 įmonių autsaiderių, generavusių vidutinę, žemą ir neigiamą metinę grąžą (<10 %). Pastebėta, jog įmonės kurių akcijų grąža buvo didžiausia, pasižymėjo tai pat aukštesniu grąžos dažnio pasiskirstymu histogramų galuose (>10 % grąžos diapazone).

### 3.2 Nasdaq OMX Baltic biržoje listinguojamų įmonių akcijų rizikos analizė

Siekiant nuodugniau tyrime dalyvaujančių įmonių akcijų grąžų ištyrimo bei tinkamo prieš tai analizuotų histogramų rezultatų įvertinimo, buvo atlikta minėtų įmonių akcijų rizikos analizė (žr. 13 pav.).



**13 paveikslas.** Tyrime dalyvaujančių įmonių vidutinės mėnesio akcijų grąžos palyginimas su standartiniu nuokrypiu laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės)

Kaip galima matyti iš 13 paveiksle pateiktos informacijos, įmonių akcijų standartinio nuokrypio rezultatai indikuoja apie būtiną jų interpretavimą akcijų vidutinės mėnesio gražos aspektu, kadangi bendra šių kintamųjų tarpusavio tendencija neišryškėjo.

**15 lentelė.** Tyrime dalyvaujančių įmonių aukštos mėnesio akcijų gražos ir jų standartinio nuokrypio rezultatai laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės)

<b>A:A Aukšta akcijų graža ir aukštas standartinis nuokrypis</b>					
<b>Akcijos</b>	<b>Akcijų mėnesio graža (&gt;1 %)</b>	<b>Standartinis nuokrypis (&gt;6 %)</b>	<b>Sharpe rodiklis</b>	<b>Treynor rodiklis</b>	<b>Beta</b>
GRD1R	2,28 %	10,61 %	0,24	0,02	1,09
KNR1L	2,06 %	9,55 %	0,24	0,14	0,17
KNF1L	1,00 %	7,79 %	0,16	0,01	0,92
ZMP1L	2,30 %	6,93 %	0,37	0,03	0,74
HAE1T	1,22 %	6,93 %	0,21	0,01	1,01
<b>A:V Aukšta akcijų graža ir vidutinis standartinis nuokrypis</b>					
<b>Akcijos</b>	<b>Akcijų mėnesio graža (&gt;1 %)</b>	<b>Standartinis nuokrypis (4-6 %)</b>	<b>Sharpe rodiklis</b>	<b>Treynor rodiklis</b>	<b>Beta</b>
MRK1T	1,12 %	5,10 %	0,27	0,03	0,52
RSU1L	1,37 %	4,75 %	0,34	0,06	0,28
<b>A:Ž Aukšta akcijų graža ir žemas standartinis nuokrypis</b>					
<b>Akcijos</b>	<b>Akcijų mėnesio graža (&gt;1 %)</b>	<b>Standartinis nuokrypis (&lt;4 %)</b>	<b>Sharpe rodiklis</b>	<b>Treynor rodiklis</b>	<b>Beta</b>
TKM1T	1,58 %	3,39 %	0,54	0,04	0,51

Lentelėje viršuje (žr. 15 lentelė) pateikti aukščiausią mėnesio gražą generavusių įmonių akcijų rezultatai. Duomenys suskirstyti į tris dalis A:A (aukštą gražą generavusios akcijos turėjusios aukštą standartinį nuokrypį), A:V (aukštą gražą generavusios akcijos turėjusios vidutinį standartinį nuokrypį) ir A:Ž (aukštą gražą generavusios akcijos turėjusios žemą standartinį nuokrypį). Žvelgiant į A:A sekciją pastebima, kad į šį segmentą patenkančių akcijų Sharpe rodiklis svyruoja 0,16 – 0,37 ribose, Treynor rodiklis 0,01 – 0,14 ribose, Beta koeficientas 0,17 – 1,09 ribose. A:V segmente Sharpe rodiklis svyruoja 0,27 – 0,34 ribose, Treynor 0,03 – 0,06, Beta

koeficientas 0,28 – 0,52. A:Ž segmente esant tik vienos įmonės akcijoms Sharpe rodiklis stabilus 0,54, Treynor 0,04, Beta koeficientas 0,51.

GRD1R išsiskiria labai aukšta grąža (2,28 %), tačiau šių akcijų grąžai apskaičiuojamas taip pat ir didžiausias standartinis nuokrypis iš visų tyrime dalyvaujančių įmonių akcijų (10,61 %). Sharpe rodiklis 0,24 leidžia teigti, kad šios įmonės akcijų grąža 24 % kompensuoja esamą riziką. Treynor rodiklis 0,02 – itin žemas, indikuojantis apie mažą efektyvumą lyginant su sisteminė rizika, o kadangi Beta 1,09 yra aukštesnė už 1, tai leidžia daryti prielaidą, kad GRD1R akcijos labiau svyruoja už Baltijos akcijų rinką (OMXBBGI indeksą). KNR1L taip pat pasižymi labai aukšta grąža (2,06 %) ir dideliu standartiniu nuokrypiu (9,55 %). Apskaičiuotas Sharpe rodiklis rodo tą patį rezultatyvumą, kaip ir GRD1R – 0,24. Tuo tarpu Treynor rodiklis siekia 0,14 ir yra vienas aukščiausių iš visų tyrime analizuojamų įmonių akcijų, o Beta siekia 0,17 ir tai atvirkščiai, yra vienas žemiausių rezultatų iš visų tiriamų įmonių akcijų. Todėl galima teigti, kad KNR1L įmonės akcijos yra stabilios nediversifikuojamos rizikos akivaizdoje. KNF1L įmonės akcijų grąža yra mažiausia A:A segmente (1,00 %), o standartinis nuokrypis sąlyginai vidutinis (7,79 %). Sharpe (0,16) ir Treynor (0,01) rodikliai žemi – akcijų grąžos efektyvumas prisiimtos rizikos atžvilgiu vertinamas prastai. Beta (0,92) indikuoja, kad KNF1L akcijų kainų dinamika labai priklauso nuo rinkos judėjimo. ZMP1L – pasižymėjo aukščiausia akcijų grąža (2,30 %) ir žemiausiu standartiniu nuokrypiu (6,93 %) A:A segmente. Nors šios įmonės akcijų grąža pagal Sharpe rodiklį rodė aukščiausią efektyvumą (0,37), tačiau aukšta Beta (0,74) ir žemas Treynor rodiklis (0,03) rodo, kad įmonės akcijos yra rizikingos. HAE1T akcijos vertinamos kaip prieš tai analizuotos GRD1R - nors turėjo žemesnę grąžą (1,22 %) ir standartinį nuokrypį (6,93 %), tačiau Sharpe (0,21), Treynor (0,01) bei Beta (1,01) rodiklių visuma leidžia daryti prielaidą, kad šios akcijos svyruoja kartu su rinka, neužtikrinamos efektyvios grąžos sisteminės rizikos atžvilgiu.

A:V segmente esančios akcijos MRK1T ir RSU1L vertinamos skirtingai. MRK1T akcijos pasižymi žemesne grąža (MRK1T 1,12 %, RSU1L 1,37 %), tačiau didesniu standartiniu nuokrypiu (MRK1T 5,10 %, RSU1L 4,75 %). Atitinkamai Sharpe rodiklis MRK1T atveju yra kur kas žemesnis ir siekia 0,27, o RSU1L - 0,34. Žvelgiant iš efektyvumo perspektyvos akivaizdu, kad MRK1T akcijų grąža yra mažiau rezultatyvi prisiimtos rizikos atžvilgiu, nei RSU1L akcijų grąža. Treynor rodikliai tik patvirtina RSU1L (0,06) akcijų grąžos pranašumą lyginant su MRK1T (0,03). Apskaičiuoti Beta rodikliai indikuoja, kad nors abiejų įmonių akcijos yra laikomos iš dalies stabiliomis, tačiau svyravimai labiau būtingi MRK1T akcijoms (MRK1T 0,52, RSU1L 0,28). A:Ž segmentui priskirtos TKM1T akcijos išsiskiria aukšta grąža (1,58 %) ir



žemu standartiniu nuokrypiu (3,39 %). TKM1T Sharpe rodiklis (0,54) yra pats didžiausias iš visų tyrime dalyvaujančių įmonių akcijų. Galima teigti, kad šių akcijų grąža užtikrina didžiausią rezultatyvumą rizikos atžvilgiu iš visų analizuojamų akcijų. Tačiau Betai siekiant 0,51, o apskaičiuotam rodikliui Treynor - 0,04, koreguojasi TKM1T akcijų vertinimas ir galima teigti, kad sisteminės rizikos atžvilgiu šių akcijų grąža nesiekia didelio efektyvumo.

**16 lentelė.** Tyrime dalyvaujančių įmonių vidutinės mėnesio akcijų grąžos ir jų standartinio nuokrypio rezultatai laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės)

<b>V:A Vidutinė akcijų grąža ir aukštas standartinis nuokrypis</b>					
<b>Akcijos</b>	<b>Akcijų mėnesio grąža (0,7-1 %)</b>	<b>Standartinis nuokrypis (&gt;6 %)</b>	<b>Sharpe rodiklis</b>	<b>Treynor rodiklis</b>	<b>Beta</b>
ARC1T	0,82 %	6,60 %	0,16	0,02	0,47
INL1L	0,77 %	6,59 %	0,16	0,08	0,14
OLF1R	0,79 %	6,01 %	0,17	0,02	0,59
<b>V:V Vidutinė akcijų grąža ir vidutinis standartinis nuokrypis</b>					
<b>Akcijos</b>	<b>Akcijų mėnesio grąža (0,7-1 %)</b>	<b>Standartinis nuokrypis (4-6 %)</b>	<b>Sharpe rodiklis</b>	<b>Treynor rodiklis</b>	<b>Beta</b>
TAL1T	0,95 %	5,25 %	0,23	0,01	0,90
GZE1R	0,89 %	5,11 %	0,22	0,36	0,03
GRG1L	0,98 %	4,08 %	0,30	0,02	0,55
<b>V:Ž Vidutinė akcijų grąža ir žemas standartinis nuokrypis</b>					
<b>Akcijos</b>	<b>Akcijų mėnesio grąža (0,7-1 %)</b>	<b>Standartinis nuokrypis (&lt;4 %)</b>	<b>Sharpe rodiklis</b>	<b>Treynor rodiklis</b>	<b>Beta</b>
TEL1L	0,84 %	2,96 %	0,37	0,04	0,26

16 lentelėje pateikti vidutinę mėnesio grąžą generavusių įmonių akcijų rezultatai segmentuojami į tris lygius: V:A (vidutinę grąžą generavusios akcijos turėjusios aukštą standartinį nuokrypį), V:V (vidutinę grąžą generavusios akcijos turėjusios vidutinį standartinį nuokrypį) ir V:Ž (vidutinę grąžą generavusios akcijos turėjusios žemą standartinį nuokrypį). Į V:A segmentą patenkančių akcijų Sharpe rodiklis svyruoja 0,16 – 0,17 ribose, Treynor rodiklis 0,02 – 0,08 ribose, Beta koeficientas 0,14 – 0,59 ribose. V:V segmente Sharpe rodiklis svyruoja

0,22 – 0,30 ribose, Treynor 0,01 – 0,36, Beta koeficientas 0,03 – 0,90. V:Ž segmente esant tik vienos įmonės akcijoms Sharpe rodiklis stabilus 0,37, Treynor 0,04, Beta koeficientas 0,26.

V:A segmente esančių įmonių ARC1T, INL1L ir OLF1R akcijos yra labai panašios apskaičiuotų rodiklių rezultatais, tačiau vertinamos ne vienodai. ARC1T ir OLF1R pasižymi panašia akcijų grąža (ARC1T 0,82 %, OLF1R 0,79 %), tačiau standartinis nuokrypis ARC1T yra didesnis (6,60 %), nei OLF1R (6,01 %). Sharpe rodiklis indikuoja, kad OLF1R (0,17) akcijų grąža tik šiek tiek efektyvesnė prisiimtos rizikos atžvilgiu nei ARC1T (0,16). Treynor rodiklis šias akcijas leidžia vertinti vienodai – 0,02 rodiklis pažymi, kad akcijų rezultatyvumas atsižvelgiant į sistemine riziką yra labai žemas. Beta koeficientas nurodo, kad OLF1R (0,59) akcijos linkusios labiau svyruoti nei ARC1T (0,47). Tuo tarpu INL1L pasižymi žemiausia grąža segmente (0,77 %) ir palyginti aukštu standartiniu nuokrypiu (6,59 %). Sharpe rodiklis atkartoja aptartą ARC1T situaciją, tačiau Treynor rodiklis stebėtinai aukštas - 0,08. Tam įtakos turi Beta koeficientas, kuris siekia 0,14 ir leidžia daryti prielaidą, kad INL1L akcijos yra ganėtinai stabilios ir rinkai susvyravus +-1 %, INL1L akcijos svyruotų tik +-0,14 %.

Į V:V segmentą įtrauktos įmonių TAL1T, GZE1R ir GRG1L akcijos. TAL1T įmonės vidutinė akcijų grąža (0,95 %) pasižymi vidutiniu standartiniu nuokrypiu (5,25 %). Sharpe rodiklis siekia 0,23 – tai reiškia 23 % grąžos efektyvumą vertinant iš rizikos pusės. Kadangi TAL1T Beta koeficientas yra stebėtinai aukštas (0,90), todėl apskaičiuotas Treynor rodiklis indikuoja apie labai didelį jautrumą sisteminei rizikai. GZE1R akcijų charakteristika turi daug bendrumų su TAL1T akcijomis – panaši GZE1R akcijų grąža (0,89 %) ir standartinis nuokrypis (5,11 %) bei Sharpe rodiklis (0,22). Tačiau GZE1R Beta siekia tik 0,03, o tai yra žemiausias Beta rodiklis tarp analizuojamų akcijų. Tai reiškia, kad GZE1R akcijos yra stabiliausias iš tyrimo dalyvaujančių lyginant su rinkos indeksu OMXBBGI. Atitinkamai apskaičiuotas Treynor rodiklis (0,36) yra didžiausias tarp analizuojamų akcijų ir indikuoja apie efektyviausią GZE1R akcijų grąžą sisteminės rizikos atžvilgiu. GRG1L akcijos išsiskiria aukščiausia vidutine grąža segmente (0,98 %) ir mažiausiu standartiniu nuokrypiu (4,08 %). Apskaičiuotas Sharpe rodiklis (0,30) rodo aukštą GRG1L akcijų grąžos efektyvumą, tačiau Treynor rodiklis (0,02) yra itin mažas ir grąžos efektyvumo lygis nediversifikuojamos rizikos atžvilgiu yra žemas. Beta koeficientas 0,55 leidžia daryti prielaidą apie GRG1L akcijų vidutiniško intensyvumo svyravimą vykstant pokyčiams rinkoje. V:Ž segmente tėra vienos įmonės TEL1L akcijos. Kadangi šios akcijos grąža yra vidutinė (0,84 %), o standartinis nuokrypis žemas (2,96 %), Sharpe rodiklis sąlyginai aukštas – 0,37. Prisiimta rizika yra adekvati akcijos grąžai ir užtikrina vieną efektyviausių investicijų iš

analizuojamos akcijų imties. Apskaičiuotas Beta koeficientas yra 0,26 – TEL1L laikoma dalinai stabilia akcija. Treynor rodiklis yra 0,04 – tai žemas efektyvumo sisteminės rizikos atžvilgiu vertinimas, tačiau šiuo atveju didesnę dėmesį reikėtų atkreipti į Beta koeficientą.

**17 lentelė.** Tyrime dalyvaujančių įmonių žemos mėnesio akcijų gražos ir jų standartinio nuokrypio rezultatai laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės)

<b>Ž:A Žema akcijų graža ir aukštas standartinis nuokrypis</b>					
<b>Akcijos</b>	<b>Akcijų mėnesio graža (&lt;0,7 %)</b>	<b>Standartinis nuokrypis (&gt;6 %)</b>	<b>Sharpe rodiklis</b>	<b>Treynor rodiklis</b>	<b>Beta</b>
PTR1L	0,33 %	6,31 %	0,09	0,01	0,82
<b>Ž:V Žema akcijų graža ir vidutinis standartinis nuokrypis</b>					
<b>Akcijos</b>	<b>Akcijų mėnesio graža (&lt;0,7 %)</b>	<b>Standartinis nuokrypis (4-6 %)</b>	<b>Sharpe rodiklis</b>	<b>Treynor rodiklis</b>	<b>Beta</b>
NCNIT	0,51 %	4,60 %	0,17	0,02	0,34
PZV1L	-0,45 %	4,44 %	-0,04	0,00	0,39
VBL1L	-0,89 %	4,33 %	-0,15	-0,01	0,54
EEG1T	-0,29 %	4,28 %	-0,01	0,00	0,13
APG1L	0,20 %	4,21 %	0,11	0,01	0,48
<b>Ž:Ž Žema akcijų graža ir žemas standartinis nuokrypis</b>					
<b>Akcijos</b>	<b>Akcijų mėnesio graža (&lt;0,7 %)</b>	<b>Standartinis nuokrypis (&lt;4 %)</b>	<b>Sharpe rodiklis</b>	<b>Treynor rodiklis</b>	<b>Beta</b>
TVEAT	0,30 %	3,83 %	0,14	0,01	0,47
LNA1L	-0,14 %	2,93 %	0,04	0,00	0,27
LGD1L	-0,07 %	2,89 %	0,06	0,01	0,28

Viršuje esančioje 17 lentelėje pateikti žemą mėnesio gražą generavusių įmonių akcijų rezultatai segmentuojami į tris lygius: Ž:A (žemą gražą generavusios akcijos turėjusios aukštą standartinį nuokrypį), Ž:V (žemą gražą generavusios akcijos turėjusios vidutinį standartinį nuokrypį) ir Ž:Ž (žemą gražą generavusios akcijos turėjusios žemą standartinį nuokrypį). Į Ž:A segmentą patenkančių akcijų Sharpe rodiklis stabilus 0,09, Treynor rodiklis 0,01 ribose, Beta koeficientas 0,82. Ž:V segmente Sharpe rodiklis svyruoja -0,15 – 0,17 ribose, Treynor -0,01 –

0,02, Beta koeficientas 0,13 – 0,54. Ž:Ž segmente esančių įmonių akcijų Sharpe rodiklis kinta 0,06 – 0,14 ribose, Treynor 0,00 – 0,01, Beta koeficientas 0,27 – 0,47.

Ž:A segmente esančios įmonės PTR1L akcijos išsiskiria žema grąža ir itin aukštu standartiniu nuokrypiu. Dėl šios priežasties apskaičiuotas Sharpe rodiklis yra labai žemas ir siekia 0,09, o akcijų grąža laikoma neefektyvia rizikos atžvilgiu. Labai aukštas Beta koeficientas (0,82) indikuoja, kad akcijos yra itin jautrios rinkos svyravimams. Atitinkamai Treynor rodiklis yra labai žemas (0,01), tad tai tik pagrindžia vertinimą apie akcijų grąžos nerezultatyvumą. Ž:V segmente esančios akcijos pasižymi žema grąža ir vidutiniu standartinu nuokrypiu. NCN1T akcijų grąža yra aukčiausia iš visų esančių tame pačiame segmente ir siekia 0,51 %, todėl Sharpe rodiklis šios akcijos taip pat yra didžiausias (0,17). Tačiau, nors Beta koeficientas siekia 0,34 – o tai į stabilumą linkusius akcijos indikacija, visgi Treynor rodiklis yra per ne lyg žemas (0,02) ir leidžia daryti prielaidą, kad NCN1T akcijų grąža yra itin jautri sisteminei rizikai. Trijų įmonių PZV1L, VBL1L ir EEG1T akcijų grąžos yra neigiamos, o standartiniai nuokrypiai svyruoja 4,28 – 4,44 % tarpe. Dėl neigiamos akcijų grąžos pastebimas taip pat neigiamas Sharpe rodiklių rezultatas. Nors šių akcijų Beta koeficientai nėra labai aukšti ir ganėtinai ryškiai išsiskiria – PZV1L (0,39), VBL1L (0,54), EEG1T (0,13), tačiau Treynor rodikliai yra itin žemi ir beveik identiški PZV1L (0,00), VBL1L (-0,01), EEG1T (0,00). Bendrai šios akcijos vertinamos kaip labai rizikingos, kadangi neigiama grąža negali būti vertinama teigiamai. APG1L akcijų grąža siekia 0,20 %, o standartinis nuokrypis (4,21 %) yra mažiausias analizuojamame Ž:V segmente. Apskaičiuotas Sharpe rodiklis (0,11) leidžia daryti prielaidą, kad akcijų grąža nėra efektyvi lyginant su prisiimta rizika. Beta siekia 0,48, o Treynor rodiklis 0,01 – tad apibendrinant galima teigti, kad APG1L akcijų grąža labai jautri sisteminei rizikai.

Ž:Ž segmentui priklausančių įmonių TVEAT, LNA1L ir LGD1L akcijų rodikliai taip pat turi daug panašumų. Vienintelės TVEAT akcijų grąža teigiama (0,30 %), o likusių LNA1L (-0,14 %), ir LGD1L (-0,07 %) neigiamos. Standartinis nuokrypis didžiausias TVEAT (3,83 %), ir kiek mažesnis LNA1L (2,93 %), LGD1L (2,89 %). Atitinkamai aukščiausias Sharpe rodiklis fiksuojamas teigiamą grąžą turinčios TVEAT (0,14) – tai indikuoja apie mažą, tačiau egzistuojanti grąžos efektyvumą. Tuo tarpu LNA1L (0,04) ir LGD1L (0,06) grąžos rezultatyvumas rizikos kontekste kur kas mažesnis. Tačiau šių akcijų Treynor rodikliai blogina akcijų vertinimą, kada svyruoja 0,00 – 0,01 ribose, o tai reiškia jog akcijos yra labai rizikingos.

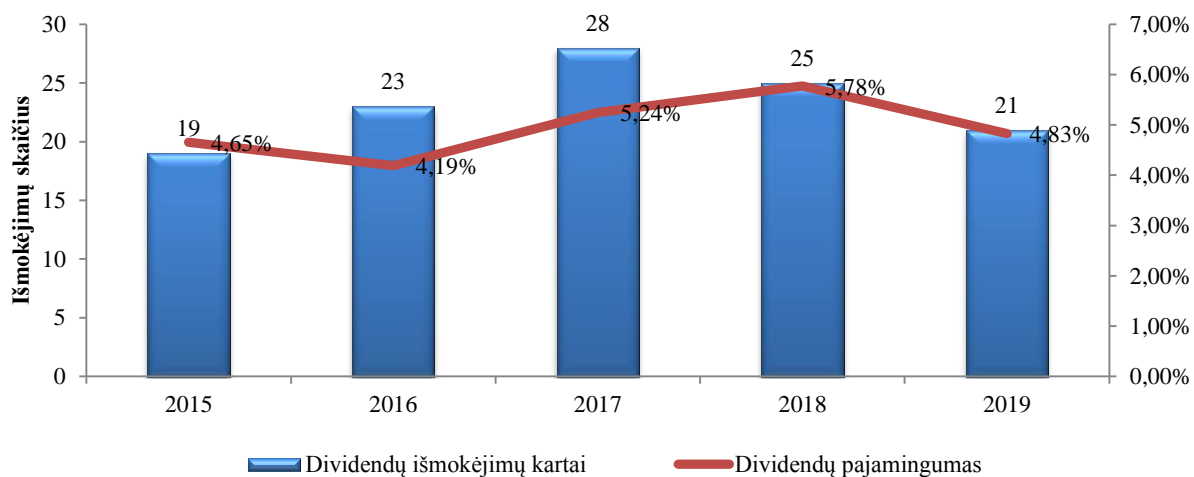
A:A segmente didžiausia rizika pasižymėjo KNF1L, HAE1T, GRD1R, ZMP1L akcijos. Segmento autsaidere laikomos KNR1L įmonės akcijos. A:V segmente didele rizika pasižymėjo MRK1T. Mažesne rizika išsiskyrė RSU1L. A:Ž segmentui priklausančios įmonės TKM1T akcijų grąža vertinama kaip efektyviausia bendros rizikos atžvilgiu iš visų tiriamų įmonių akcijų, tačiau sisteminės rizikos atžvilgiu šių akcijų grąža nerodo aukšto efektyvumo. Taigi aukščiausios akcijų grąžos segmente didžiausiu efektyvumu pasižymėjo KNR1L, RSU1L ir TKM1T. V:A segmente didžiausia rizika ir mažiausiu efektyvumu pasižymėjo ARC1T ir OLF1R akcijos. Segmento autsaidere laikoma INL1L. V:V segmente GZE1R įmonės akcijų grąža stebėtinai efektyvi sisteminės rizikos atžvilgiu, tuo tarpu TAL1T ir GRG1L priešingai. V:Ž esanti TEL1L vertinama teigiamai dėl žemos Beta. Ž:A, Ž:V ir Ž:Ž segmentuose esančios akcijos, dėl žemos ir dažnai neigiamos akcijų grąžos bei vidutinio arba santykinai aukštesnio Beta koeficiento ir itin žemo Treynor rodiklio, visos vertinamos kaip labai jautrios sisteminėi rizikai ir jų grąža laikoma neefektyvi prisimtos rizikos atžvilgiu.

Atliktas akcijų grąžos rizikos vertinimas patvirtino prieš tai analizuotus Baltijos akcijų rinkos grąžos histogramų rezultatus ir kartu parodė išsamesnį vaizdą, kuris leido įžvelgti tam tikrus priežastingumus. Aukštą ir vidutinę grąžą generuojančios akcijos priklausomai nuo jų standartinio nuokrypio, dažniau pasižymėjo efektyvumu lyginant su prisimta rizika, nei kad žemą grąžą generuojančios akcijos. Tačiau taip pat reikėtų paminėti tai, kad aukštą ir vidutinę grąžą generuojančių akcijų svyravimai yra kur kas labiau nulemti rinkoje vykstančių pokyčių, nei žemą grąžą generuojančių akcijų.

### **3.3 Nasdaq OMX Baltic biržoje listinguojamų įmonių dividendų politikos analizė**

Dividendų politika yra viena iš įmonės strateginio plano dalių, kuri turi daryti teigiamą įtaką įmonės veiklai, jos rezultatams, prisidėti prie įmonės tikslų, teigiamų signalų iškomunikavimo aplinkai. Nors Baltijos akcijų rinka nėra didelė, tačiau šios rinkos dalyviai nevengia operuoti dividendų politika. Kaip jau buvo minėta prieš tai, tyrimui atlikti atrinktos 24 įmonės listinguojamos Nasdaq OMX Baltic rinkoje. Šios įmonės analizuojamu laikotarpiu 2015 – 2019 m. mokėjo dividendus ne mažiau nei 4-ius metus. Iš viso tyrime dalyvaujančios įmonės 116 kartų mokėjo dividendus minėtu laikotarpiu. Tam, kad tinkamai atlikti dividendų politikos Baltijos rinkoje aplinkos analizę, svarbu atkreipti dėmesį, kaip pagrindiniai dividendų politiką nusakantys rodikliai: dividendų pajamingumas, dividendų išmokėjimo rodiklis ir dividendai

tenkantys vienai akcijai kito analizuojamu laikotarpiu atsižvelgiant į dividendų išmokėjimų skaičių (žr. 14, 15, 16 pav.).



**14 paveikslas.** Tyrime dalyvaujančių įmonių 5-erių metų vidutinio dividendų pajamingumo kaita lyginant su dividendų išmokėjimų skaičiumi, laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės)

Kaip galima pastebėti iš 14 paveikslo, dividendų išmokėjimų skaičius nuo 2015 m. iki 2017 m. augo, 2017 m. dividendai buvo išmokėti daugiausiai kartų - 28, ir nuo 2017 m. iki 2019 m. stebimas dividendų išmokėjimų skaičiaus nuolydis. 2016 m. įmonėms buvo patys pelningiausi visu analizuojamu laikotarpiu – bendrai vidutinis grynas pelningumas siekė 16,31 % (žr. 8 pav.). Prisimenant tai, kad dividendai yra mokami už praėjusius finansinius metus (paskirstant praeitų metų uždirbtą pelną), 2017 m. pasiektas didžiausias dividendų išmokėjimų skaičius yra logiškas. Po sunkiai išgyventos 2009 m. pasaulinės finansų krizės ir po to sekusio ilgo atsistatynėjimo laikotarpio, sėkmingi 2016 m. įkvėpė rinkos dalyvius ir įnešė teigiamų, pasitikėjimą skatinančių emocijų. Tad 2017 m. taip pat stebimas ir dividendų pajamingumo rodiklio augimas. 2017 m. Baltijos šalių BVP pasiekė aukščiausią lygį nuo buvusio krizinio laikotarpio (Lietuvos 4,25 %, Latvijos 3,79 %, Estijos 5,75 %), tačiau įmonių vidutinis grynas pelningumas šiek tiek krito ir siekė 13,40 % (žr. 8 pav.). 2017 m. finansiniai rezultatai atsispindi 2018 m. dividendų politikos rezultatuose: dividendų išmokėjimų skaičius krito (2017 m. 28, 2018 m. 25), tačiau dividendų pajamingumo rodiklis augo (2017 m. 5,24 %, 2018 m. 5,78 %). Kadangi jaučiamos teigiamos ekonomikos nuotaikos, Baltijos rinkos įmonės nelinkusios itin staigiai spausti dividendų politikos, dėl nepasiektų geresnių rezultatų. Visgi kiekvienas užmojis mažinti dividendų politikos rodiklius, siunčia kur kas stipresnį signalą esamiems ir būsimiems akcininkams, nei kad dividendų politikos lygio palaikymas ar jos plėtimas. 2018 m. iš finansinės pusės įmonėms buvo dar prastesni, nei 2017 m. – vidutinis grynas analizuojamos Baltijos akcijų

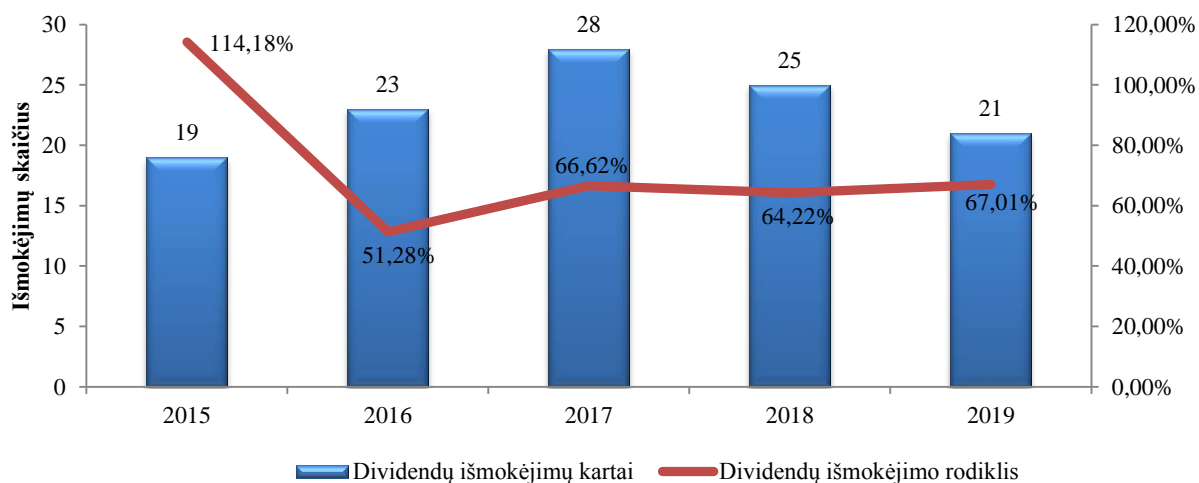
rinkos pelningumas krito nuo 2017 m. buvusio 13,40 % iki 2018 m. 10,94 % (žr. 8 pav.). Akivaizdu, kad tai turėjo įtakos ir įmonių sprendimams dėl dividendų politikos: 2019 m. matome dar labiau kritusį dividendų išmokėjimo skaičių (2018 m. 25, 2019 m. 21). Taip pat, pastebimas dividendų pajamingumo rodiklio susitraukimas iki 4,83 %. Dvejus metus iš eilės kritęs vidutinis grynasis pelningumas įmones išgąsdino ir privertė šiek šiek pakoreguoti dividendų politiką.

**18 lentelė.** Tyrime dalyvaujančių įmonių kasmetinis dividendų pajamingumo rodiklio pokytis laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės)

Įmonės	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019
APG1L	-7,67%	-8,41%	37,05%	67,73%	-42,10%
ARC1T	100,00%	-10,40%	-14,97%	30,09%	-0,88%
EEG1T	234,17%	25,95%	26,72%	38,89%	-100,00%
GRD1R	100,00%	-100,00%	100,00%	4,01%	281,35%
GRG1L	21,21%	-2,65%	64,96%	53,93%	-7,61%
GZE1R	-7,79%	18,42%	105,15%	-68,88%	1,67%
HAE1T	58,43%	-68,58%	101,69%	66,00%	-28,40%
INL1L	100,00%	1,30%	-14,14%	138,16%	-32,95%
KNF1L	100,00%	12890,68%	-41,81%	117,62%	-21,89%
KNR1L	100,00%	1047,50%	19,77%	-13,17%	-67,29%
LGD1L	-100,00%	100,00%	297,30%	-52,64%	-63,08%
LNA1L	-11,82%	3,92%	-0,31%	143,42%	-100,00%
MRK1T	-16,36%	18,86%	-18,52%	136,71%	-1,40%
NCN1T	2,04%	-19,23%	284,41%	-24,00%	-13,59%
OLF1R	-100,00%	100,00%	274,24%	-59,98%	-57,18%
PTR1L	100,00%	-76,63%	324,17%	9,77%	-100,00%
PZV1L	29,20%	-36,08%	93,75%	-100,00%	100,00%
RSU1L	-100,00%	100,00%	-6,35%	7,57%	-0,40%
TAL1T	-46,77%	-6,36%	12,13%	21,39%	72,68%
TEL1L	21,43%	-84,15%	191,52%	100,75%	-0,89%
TKM1T	103,44%	7,10%	8,73%	19,56%	-3,10%
TVEAT	-4,79%	-1,44%	-19,03%	-28,02%	72,83%
VBL1L	-100,00%	100,00%	-71,53%	84,29%	-72,71%
ZMP1L	-100,00%	100,00%	-47,86%	71,00%	-55,56%
<b>Vidurkis</b>	<b>19,78 %</b>	<b>61,27 %</b>	<b>71,13 %</b>	<b>31,84 %</b>	<b>-10,02 %</b>

Viršuje esančioje 18 lentelėje pateikta detali tyrime dalyvaujančių 24 įmonių kasmetinė dividendų pajamingumo pokyčio dinamika laikotarpiu 2015 – 2019 m. Pirmaisiais tyrimo metais vidutinis tiriamų įmonių dividendų pajamingumo pokytis fiksuojamas 19,78 % augimu. Tai indikuoja, kad 2015 m. įmonių dividendų politika nuosaikiai stiprinama, kuomet dividendai tenkantys akcijai auga greičiau, nei įmonės akcijų vertė rinkoje. 13 iš 24 įmonių dividendų pajamingumo pokytis stebimas teigiamas, likusių 11 - neigiamas. 6 įmonės pradėjo mokėti

dividendus ir 5 įmonės nusprendė nemokėti dividendų pirmuoju analizuojamo laikotarpio periodu. Antraisiai tyrimo metais pastebimas kur kas didesnis tyrime dalyvaujančių įmonių dividendų pajamingumo pokyčio prieaugis, siekiantis 61,27 %. Vengiant duomenų rezultatų iškraipymo į įmonių dividendų pajamingumo pokyčio vidurkį neįskaičiuotas įmonės AB „Klaipėdos nafta“ (KNF1L) rodiklio pokytis, kuris savaime siekia 12890,68 % (nuo 2015 m. 0,07 % iki 2016 m. 8,61 %). Bendrovė ryškiai padidino dividendų tenkančių vienai akcijai (DPS) rodiklį (2015 m. 0,0002 Eur, 2016 m. 0,04 Eur), tad dėl šios priežasties gautas pokyčio rezultatas yra per didelis ir negali būti įskaičiuojamas į rinkos dividendų pajamingumo pokyčio vidurkį. Nors bendras dividendų pajamingumo rodiklio vidurkis 2016 m. smuko (2015 m. 4,65 %, 2016 m. 4,16 %) (žr. 14 pav.) – būtina atkreipti dėmesį į tai, kad į vidurkio skaičiavimą įtraukiami tik tų įmonių rodikliai, kurios mokėjo dividendus atitinkamais metais. Tačiau nemokėjusių dividendų įmonių, bet dalyvaujančių tyrime, dividendų politika neatsisipindi skaičiuose, todėl šiuo atveju dividendų pajamingumo pokyčio stebėjimas yra kur kas išsamesnis. 2016 m. stebimas 5 įmonių dividendų išmokėjimas po petraukos ir tik 1 įmonės dividendų mokėjimo stabdymas. Tad net esant mažesniai dividendų pajamingumo rodiklio vidurkiui, bendras dividendų politikos pokytis yra stipriai teigiamas ir pasižymi agresyviu augimu. 2017 m. visos įmonės mokėjo dividendus, o dividendų pajamingumo pokyčio vidurkis fiksuoja 71,13 % augimą. Tai paaiškina prieš tai jau aptartą 2016 m. pasiektą aukščiausią įmonių rezultatyvumą, ko pasekoje sekančiais metais yra stebimas intensyvus dividendų politikos plėtimas. 2018 m. dividendų pajamingumo pokyčio augimas lėtėja ir siekia 31,84 %, na o 2019 m. matomas dividendų pajamingumo pokyčio neigiamas prieaugis siekiantis -10,02 %. Tokį pasikeitimą įmonių dividendų politikoje lėmė prasti 2018 m. įmonių finansiniai rezultatai.



**15 paveikslas.** Tyrime dalyvaujančių įmonių 5-erių metų vidutinio dividendų išmokėjimo rodiklio kaita lyginant su dividendų išmokėjimų skaičiumi, laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės)



Kitas dividendų politiką apibrėžiantis dėmuo – dividendų išmokėjimo rodiklis, vaizduojamas 15 paveiksle. 2015 m. šis rodiklis yra ypatingai aukštas ir siekia 114,18 %. Šio rodiklio dydį iškreipia vienos analizuojamos įmonės AS „Grindeks“ (GRD1R) personalinis dividendų išmokėjimo rodiklis. Kaip pateikiama AS „Grindeks“ neeilinio visuotinio akcininkų susirinkimo nutarime 2014 m. gruodžio 22 d., įmonė teikiasi išmokėti dividendus 2015 m. kovo mėn. paskirstant 2013 m. pelną, kadangi 2014 m. įmonei buvo nuostolingi. Tokį įmonės dividendų politikos netikėtą sprendimą galima aiškinti tuo, kad nors iki 2014 m. įmonė dirbo itin pelningai, ji nesiryžo mokėti dividendų savo akcininkams. Itin prasti 2014 m. ir patirtas nuostolis sukrėtė pačią įmonę ir siekiant išlaikyti savo akcininkus buvo priimtas sprendimas mokėti dividendus iš 2013 m. uždirbto pelno. Šį ganėtina rizikingą įmonės sprendimą galima vertinti teigiamai, kadangi pelningumo rodikliai jautriausiai veikia akcininkus. Šiuo atveju prastus rezultatus atsvėrė itin teigiamas dividendų mokėjimo sprendimas, signalizuojantis, kad įmonė yra stabili, o jos pinigų srautai valdomi. Žvelgiant į 2016 m. – vidutinis tyrime analizuojamų įmonių dividendų išmokėjimo rodiklis yra kur kas mažesnis (2015 m. 114,18 %, 2016 m. 51,28 %), tačiau dėl prieš tai minėtų priežasčių, šį pokytį galime laikyti visiškai adekvačiu. 2017 m. pastebimas dividendų išmokėjimo gana ryškus augimas - rodiklis siekia 66,62 %. Kadangi 2016 m. analizuojamoms įmonėms buvo itin pelningi, matomi rezultatai leidžia daryti prielaidą, kad Baltijos rinkos įmonės linkusios didinti dividendų išmokėjimo apskaitos rezultatyviais finansiniais metais. 2017 – 2019 m. laikotarpiu dividendų išmokėjimo apimtys lyginant su įmonių uždirbtu pelnu ryškiai nekito – galima teigti, kad įmonės stengėsi išlaikyti stabilų dividendų išmokėjimo rodiklį. Tačiau tai reiškia, kad mažėjant uždirbamam pelnui, mažinamos ir dividendams skiriamos lėšos ir atvirkščiai. Stabilus dividendų išmokėjimo rodiklis keičiantis abiem dedamiesiems neatskleidžia detalesnės informacijos apie dividendų politikos strategijos pokyčius. Nors savaime stabilus rodiklio palaikymas svyruojančių rezultatų laikotarpyje yra vertinamas teigiamai ir siunčia teigiamą signalą rinkai.

Toliau pristatoma visų 24 tyrime dalyvaujančių įmonių kasmetinė dividendų išmokėjimo pokyčio dinamika analizuojamu laikotarpiu 2015 – 2019 m. (žr. 19 lentelė). Dividendų politikos vertinimas analizuojant rodiklių pokyčius parodo kiek kitokį objekto pjūvį laiko tėkmės kontekste. Analizuojant metinius dividendinių rodiklių pokyčius galima nustatyti dividendų politikos augimo ar susitraukimo spartą ir mastą. Taip pat toks tyrimo metodas yra svarbus tolimesniam rinkos segmentavimui bei įtakos akcijų gražai įvertinimui atitinkamai pagal nustatytą dividendų politikos lygį.

**19 lentelė.** Tyrime dalyvaujančių įmonių kasmetinis dividendų išmokėjimo rodiklio pokytis laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės)

Įmonės	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019
APG1L	-2,26%	-12,31%	6,67%	89,73%	-37,02%
ARC1T	100,00%	-161,54%	208,33%	-300,00%	141,43%
EEG1T	655,56%	-25,00%	63,64%	83,33%	-100,00%
GRD1R	100,00%	-100,00%	100,00%	-201,96%	350,71%
GRG1L	66,67%	71,43%	0,00%	0,00%	0,00%
GZE1R	-3,30%	-14,10%	242,83%	-66,84%	18,25%
HAE1T	366,67%	-66,67%	-60,49%	2329,63%	-51,79%
INL1L	100,00%	-21,17%	37,04%	70,17%	-35,24%
KNF1L	100,00%	28465,34%	-45,16%	134,65%	2,01%
KNR1L	100,00%	755,56%	183,93%	30,82%	-3,85%
LGD1L	-100,00%	100,00%	628,74%	-110,35%	234,55%
LNA1L	64,67%	100,00%	-40,00%	102,85%	-100,00%
MRK1T	25,00%	99,02%	-66,10%	85,72%	18,48%
NCN1T	500,00%	-90,00%	816,67%	-80,17%	0,00%
OLF1R	-100,00%	100,00%	276,55%	-66,76%	-78,46%
PTR1L	100,00%	-84,67%	1441,53%	-117,75%	-100,00%
PZV1L	98,41%	-1,00%	-263,64%	-100,00%	100,00%
RSU1L	-100,00%	100,00%	82,86%	400,00%	-58,33%
TAL1T	-69,70%	33,33%	43,48%	15,00%	35,14%
TEL1L	15,25%	-87,78%	139,33%	120,92%	14,29%
TKM1T	146,91%	11,43%	4,56%	6,60%	1,54%
TVEAT	-9,09%	7,61%	53,33%	-80,17%	81,35%
VBL1L	-100,00%	100,00%	-80,51%	98,28%	-83,63%
ZMP1L	-100,00%	100,00%	150,00%	-28,26%	-48,89%
<b>Vidurkis</b>	<b>81,45%</b>	<b>39,75%</b>	<b>163,48%</b>	<b>100,64%</b>	<b>12,52%</b>

Kaip matyti iš pateiktos lentelės viršuje (žr. 19 lentelė), vidutinis tiriamų įmonių dividendų išmokėjimo rodiklio pokytis visu analizuojamu laikotarpiu fiksuojamas teigiamas. 2015 m. šis tyrime dalyvaujančių įmonių rodiklio vidurkis indikuoja 81,45 % augimą. Tai reiškia, jog įmonės gana drąstiškai didino dividendams skiriamą pelno dalį lyginant su uždirbtu pelnu. 2016 m. šis pokytis yra kritęs ir siekia 39,75 %. Vėlgi, skaičiuojant 2016 m. dividendų išmokėjimo pokyčio vidurkį į jį neįskaičiuotas įmonės AB „Klaipėdos nafta“ (KNF1L) rodiklio pokytis, kuris dėl minėtų priežasčių anksčiau yra labai aukštas (28465,34 %) ir iškreipia rezultatus. Galima teigti, kad 2016 m. dividendų išmokėjimo rodiklio augimas yra šiek tiek sulėtėjęs. Itin aukšti įmonių finansiniai rezultatai savaime yra užkėlę labai aukštą kartelę pačioms įmonėms, siekiančioms išlaikyti dividendų išmokėjimo rodiklio augimą. 2017 m. dividendų išmokėjimo rodiklio pokytis siekia 163,48 %. Šis didžiausias rodiklio pokytis analizuojamu periodu pagrindžia Baltijos rinkos

įmonių aktyvų dividendų politikos valdymą. Įmonės linkusios dalintis didesne pelno dalimi su savo akcininkais, kuomet uždirbamas didesnis pelnas. 2018 m. analizuojamas dividendų išmokėjimo rodiklio pokyčio augimas nukrito, tačiau vis tiek buvo itin skvarbus ir siekė 100,64 %. Kaip jau buvo minėta prieš tai, pasikeitus finansinei situacijai į neigiamą pusę, įmonės linkusios dividendų politiką adaptuoti iš lėto. 2019 m., dėl prastų įmonių 2018 m. rezultatų, dividendų išmokėjimo rodiklio augimas dar labiau smuktelėjo ir siekė 12,52 %. 3 įmonės nusprendė nemokėti dividendų išvis.



**16 paveikslas.** Tyrime dalyvaujančių įmonių 5-erių metų vidutinių dividendų, tenkančių vienai akcijai (DPS) kaita lyginant su dividendų išmokėjimų skaičiumi, laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės)

Dar vienas svarbus dividendų politiką nusakantis rodiklis – dividendai tenkantys vienai akcijai (DPS), pavaizduotas 16 paveiksle. Šio rodiklio dinamika iš dalies reflektuoja prieš tai aptartų esminių dividendų politikos rodiklių – dividendų pajamingumo ir dividendų išmokėjimo rodiklio – tendenciją analizuojamu 2015 – 2019 m. laikotarpiu. 2017 m. vidutinis dividendų tenkančių vienai akcijai (DPS) rodiklis siekė 0,24 Eur. Kaip jau buvo aptarta, 2017 m. įmonės paskirstė didesnę dalį uždirbto 2016 m. pelno savo akcininkams. Akivaizdu, kad tam įtakos turėjo priimtas sprendimas išmokėti vidutiniškai didesnius dividendus už kiekvieną akciją. 2018 m. tiek dividendų išmokėjimo skaičius, tiek vidutiniai dividendai, tenkantys akcijai krito. Vėlgi tam įtakos turėjo prastesni 2017 m. rezultatai. Kiek kitokia dividendų politikos rodiklio – DPS – tendencija pastebima 2019 m., kuomet šis rodiklis stipriai šoktelėjo ir siekė vidutiniškai 0,26 Eur dividendų tenkančių vienai akcijai. Šio prieš tai kritusio rodiklio pasikeitimui į teigiamą pusę įtakos turėjo trijų įmonių, nusprendusių 2019 m. neišmokėti dividendų, neegzistuojančio rezultato neįskaičiavimas į DPS rodiklio vidurkį. Reziumuojant galima teigti, kad 2019 m. analizuojamų

įmonių dividendų politika perėjo nuo kiekybinės, prie kokybinės – dividendų išmokėjimų skaičius sumažėjo, tačiau dividendai, tenkantys vienai akcijai padidėjo.

**20 lentelė.** Tyrime dalyvaujančių įmonių kasmetinis dividendų tenkančių vienai akcijai (DPS) rodiklio pokytis laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės)

Įmonės	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019
APG1L	-7,14%	-7,69%	33,33%	6,25%	-23,53%
ARC1T	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
EEG1T	300,00%	25,00%	20,00%	16,67%	-100,00%
GRD1R	100,00%	-100,00%	100,00%	0,00%	753,33%
GRG1L	100,00%	0,00%	100,00%	50,00%	0,00%
GZE1R	-1,37%	5,56%	138,16%	-67,96%	-5,17%
HAE1T	50,00%	-66,67%	260,00%	33,33%	-25,00%
INL1L	100,00%	16,67%	0,00%	114,29%	-33,33%
KNF1L	100,00%	18943,56%	-45,16%	75,98%	-31,99%
KNR1L	100,00%	1300,00%	152,38%	-26,42%	-67,95%
LGD1L	-100,00%	100,00%	295,60%	-57,50%	-66,01%
LNA1L	-24,00%	0,00%	0,00%	143,42%	-100,00%
MRK1T	0,00%	24,39%	-19,61%	143,90%	0,00%
NCN1T	0,00%	0,00%	266,67%	-45,45%	0,00%
OLF1R	-100,00%	100,00%	253,59%	-67,19%	-52,38%
PTR1L	100,00%	-75,72%	305,67%	-7,69%	-100,00%
PZV1L	7,14%	-26,67%	63,64%	-100,00%	100,00%
RSU1L	-100,00%	100,00%	42,86%	0,00%	0,00%
TAL1T	-33,33%	0,00%	50,00%	0,00%	66,67%
TEL1L	36,00%	-85,29%	200,00%	133,33%	14,29%
TKMIT	166,67%	30,00%	21,15%	9,52%	2,90%
TVEAT	0,00%	0,00%	-40,00%	-33,33%	108,33%
VBL1L	-100,00%	100,00%	-73,00%	0,00%	-70,37%
ZMP1L	-100,00%	100,00%	-16,67%	50,00%	-46,67%
<b>Vidurkis</b>	<b>28,92%</b>	<b>66,94%</b>	<b>87,86%</b>	<b>15,47%</b>	<b>13,46%</b>

Žvelgiant į 20-oje lentelėje pateiktą informaciją, matyti, kad visų tyrime dalyvaujančių įmonių vidutinis dividendų tenkančių vienai akcijai (DPS) rodiklio pokytis atkartoja prieš tai analizuoto vidutinio dividendų pajamingumo rodiklio pokyčio tendenciją (žr. 18 lentelė). Pirmuoju analizuojamo laikotarpio periodu stebimas 28,92 % teigiamas rodiklio pokytis. 2016 m. įmonių dividendų politikos pagrindinis kintamasis DPS augo dvigubai sparčiau nei ankstesniais metais - fiksuojamas 66,94 % pokytis. Skaičiuojant 2016 m. dividendų tenkančių vienai akcijai pokyčio vidurkį į jį vėlgi neįskaičiuotas įmonės AB „Klaipėdos nafta“ (KNF1L) rodiklio pokytis, kuris dėl minėtų priežasčių anksčiau, yra labai aukštas (18943,56 %) ir iškreipia rezultatus. 2017 m. vidutinis tyrime dalyvaujančių įmonių DPS rodiklio pokytis pasiekė augimo piką – 87,86 %.

8-ios įmonės iš 24-ių daugiau nei dvigubai padidino dividendų sumą tenkančią vienai akcijai. 2018 m. minėto rodiklio augimas sulėtėjo ir pokytis fiksuojamas 15,47 %. 2019 m. DPS rodiklio pokytis yra žemiausias iš viso analizuojamo laikotarpio ir siekia 13,46 %. Net ir sunkiais periodais išlikęs DPS augimas leidžia daryti išvadą, kad nepaisant sunkmečių – įmonės stengiasi paisyti akcininkų interesų. Akcininkų pasitikėjimą išauginti ir išlaikyti padeda deramai valdoma dividendų politika.

Dividendų politikos analizė parodė, kad nors Baltijos akcijų rinka nėra didelė, tačiau šios rinkos dalyviai nevengia operuoti dividendų politika. Po itin pelningų metų įmonės linkusios mokėti aukštesnius dividendus, pastebimi daugiau kartų išmokami dividendai, daugiau įmonių priima sprendimą išmokėti dividendus po petraukos. Fiksuojami aukšti dividendų pajamingumo, dividendų išmokėjimo ir DPS rodikliai. Stebimas itin spartus dividendų politikos plėtimo augimas – labai aukštas minėtų dividendinių rodiklių pokyčio rezultatas. Visa tai indikuoja, kad įmonės uždirbamos didesnę pelną yra linkusios didesne jo dalimi pasidalinti ir su savo akcininkais. Smunkant įmonių pelningumui – dividendų politikos rodikliai laikosi prieš tai buvusiame lygyje ir po truputi leidžiasi žemyn, kadangi augimo greitis ir mastas lėtėja. Tai leidžia daryti išvadą, kad įmonių dividendų politika nėra ypatingai jautri finansinių rezultatų pasikeitimams - nestebimi dividendų rodiklių staigūs pokyčiai. Baltijos akcijų rinkos įmonės nedemonstruoja panikos dividendų politikos atžvilgiu, kuomet nėra pasiekiami planuoti rezultatai. Tačiau užsitęsęs finansinis nestabilumas atsispindi besitraukiančioje įmonių dividendų politikoje. Vis daugiau įmonių ryžtasi stabdyti dividendų mokėjimą, tad dividendų išmokėjimo skaičius krenta. Dividendų pajamingumo, dividendų išmokėjimo ir dividendų tenkančių akcijai (DPS) rodikliai ženkliai sumažėję, dividendų politikos augimo tempas fiksuojamas neigiamas.

#### **3.4 Nasdaq OMX Baltic biržoje listinguojamų įmonių dividendų politikos segmentavimas**

Atsižvelgiant į metodologinėje darbo dalyje suformuotą ir pateiktą tyrimo modelį, šiame tyrimo etape segmentuojami Nasdaq OMX Baltic biržoje listinguojamų įmonių duomenys remiantis atliktų dividendų politikos ir akcijų gražos analizių rezultatais. Šia duomenų segmentavimo analize siekiama suskirstyti įmonės pagal progresyvumo-nuosaikumo-pasyvumo dividendų politikos lygius. Tiksliai nustatyti segmentai padės suformuoti tinkamus tiesioginius investicinius portfelius.

21 lentelėje pateiktas tyrime dalyvaujančių įmonių segmentavimas pagal pirmojo dividendų politikos rodiklio rezultata - dividendų pajamingumo rodiklio pokytį. Segmentai sudaryti

principu R1:R6, kiekvienam segmentui nuo progresyviausio (R1) iki pasyviausio (R6) priskiriant po keturias įmones pagal vidutinį dividendų pajamingumo pokyčio dydį.

**21 lentelė.** Tyrime dalyvaujančių įmonių segmentavimas pagal dividendų pajamingumo rodiklio pokytį (R1:R6) laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės)

	<b>R1</b>	<b>R2</b>	<b>R3</b>	<b>R4</b>	<b>R5</b>	<b>R6</b>
<b>2015</b>	EEG1T TKM1T ARC1T GRD1R	INL1L KNF1L KNR1L PTR1L	HAE1T PZV1L TEL1L GRG1L	NCN1T TVEAT APG1L GZE1R	LNA1L MRK1T TAL1T RSU1L	OLF1R LGD1L VBL1L ZMP1L
	<b>134,40%</b>	<b>100,00%</b>	<b>32,57%</b>	<b>-4,55%</b>	<b>-43,74%</b>	<b>-100,00%</b>
<b>2016</b>	KNF1L KNR1L LGD1L OLF1R	RSU1L VBL1L ZMP1L EEG1T	MRK1T GZE1R TKM1T LNA1L	INL1L TVEAT GRG1L TAL1T	APG1L ARC1T NCN1T PZV1L	HAE1T PTR1L TEL1L GRD1R
	<b>336,88%</b>	<b>81,49%</b>	<b>12,07%</b>	<b>-2,29%</b>	<b>-18,53%</b>	<b>-82,34%</b>
<b>2017</b>	PTR1L LGD1L NCN1T OLF1R	TEL1L GZE1R HAE1T GRD1R	PZV1L GRG1L APG1L EEG1T	KNR1L TAL1T TKM1T LNA1L	RSU1L INL1L ARC1T MRK1T	TVEAT KNF1L ZMP1L VBL1L
	<b>295,03%</b>	<b>124,59%</b>	<b>55,62%</b>	<b>10,08%</b>	<b>-13,49%</b>	<b>-45,06%</b>
<b>2018</b>	LNA1L INL1L MRK1T KNF1L	TEL1L VBL1L ZMP1L APG1L	HAE1T GRG1L EEG1T ARC1T	TAL1T TKM1T PTR1L RSU1L	GRD1R KNR1L NCN1T TVEAT	LGD1L OLF1R GZE1R PZV1L
	<b>133,98%</b>	<b>80,94%</b>	<b>47,23%</b>	<b>14,57%</b>	<b>-15,30%</b>	<b>-70,38%</b>
<b>2019</b>	GRD1R PZV1L TVEAT TAL1T	GZE1R RSU1L ARC1T TEL1L	MRK1T TKM1T GRG1L NCN1T	KNF1L HAE1T INL1L APG1L	ZMP1L OLF1R LGD1L KNR1L	VBL1L EEG1T LNA1L PTR1L
	<b>131,71%</b>	<b>-0,12%</b>	<b>-6,43%</b>	<b>-31,34%</b>	<b>-60,78%</b>	<b>-93,18%</b>

2015 m. ir 2016 m. pastebimas simetriškas segmentų išsidėstymas pagal analizuojamą dividendų pajamingumo pokytį. R1-R3 segmentai apima teigiamus dividendų politikos dydžius, R4-R6 segmentai – neigiamus. 2017 – 2019 m. matoma pasikeitusi tendencija. 2017 m. ir 2018 m. į R4 segmentą, kuriam būdingas nedidelis neigiamas vidutinis dividendų pajamingumo pokytis, patenka įmonės su teigiamu vidutinio rodiklio pokyčiu. O 2019 m. į segmentą R2, kuriam būdingas stipriai teigiamas rodiklio pokytis, patenka įmonės su nedideliu, tačiau neigiamu vidutinio rodiklio pokyčiu. Pagal pateiktą įmonių segmentavimą R1:R6 matyti, kad 2016 m. progresyvios dividendų politikos įmonių vidutinis dividendų pajamingumo rodiklio pokytis augo 336,88 % (R1) ir tai buvo didžiausias fiksuojamas augimas dividendų pajamingumo pokyčio aspektu. Geriausi dividendų politikos stiprinimo rodikliai segmentacijos pjūviuose atsispindi 2017 m., kuomet buvo pasiekti aukščiausi teigiami ir silpniausi neigiami dividendų pajamingumo pokyčio rodikliai. Tai patvirtina prieš tai atliktų analizių rezultatus – dėl itin pelningų 2016 m.

metų, įmonės didesne pelno dalimi teikėsi dalintis ir su savo akcininkais. 2019 m. vertinami prasčiausiai, kadangi tik vienas iš segmentų (R1) buvo teigiamas. Tam įtakos turėjo kasmet 2017 - 2018 m. laikotarpiu prastėjantys įmonių finansiniai rezultatai.

Toliau pateikiami tyrime dalyvaujančių įmonių antrojo dividendų politikos rodiklio - dividendų išmokėjimo pokyčio, segmentavimo duomenys (žr. 22 lentelė).

**22 lentelė.** Tyrime dalyvaujančių įmonių segmentavimas pagal dividendų išmokėjimo rodiklio pokytį (V1:V6) laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės)

	V1	V2	V3	V4	V5	V6
2015	EEG1T	ARC1T	KNF1L	LNA1L	GZE1R	OLF1R
	NCN1T	GRD1R	PTR1L	MRK1T	TVEAT	RSU1L
	HAE1T	INL1L	PZV1L	TEL1L	TAL1T	LGD1L
	TKM1T	KNR1L	GRG1L	APG1L	VBL1L	ZMP1L
	<b>417,28%</b>	<b>100,00%</b>	<b>91,27%</b>	<b>25,67%</b>	<b>-45,52%</b>	<b>-100,00%</b>
2016	KNF1L	OLF1R	MRK1T	TVEAT	INL1L	TEL1L
	KNR1L	RSU1L	GRG1L	PZV1L	EEG1T	NCN1T
	ZMP1L	VBL1L	TAL1T	APG1L	HAE1T	ARC1T
	LNA1L	LGD1L	TKM1T	GZE1R	PTR1L	GRD1R
	<b>263,89%</b>	<b>100,00%</b>	<b>53,80%</b>	<b>-4,95%</b>	<b>-49,38%</b>	<b>-109,83%</b>
2017	PTR1L	GZE1R	TEL1L	TVEAT	TKM1T	HAE1T
	NCN1T	ARC1T	GRD1R	TAL1T	GRG1L	MRK1T
	LGD1L	KNR1L	RSU1L	INL1L	LNA1L	VBL1L
	OLF1R	ZMP1L	EEG1T	APG1L	KNF1L	PZV1L
	<b>790,87%</b>	<b>196,27%</b>	<b>96,45%</b>	<b>35,13%</b>	<b>-20,15%</b>	<b>-117,68%</b>
2018	HAE1T	LNA1L	EEG1T	TKM1T	GZE1R	PTR1L
	RSU1L	VBL1L	INL1L	GRG1L	NCN1T	GRD1R
	KNF1L	APG1L	KNR1L	ZMP1L	TVEAT	ARC1T
	TEL1L	MRK1T	TAL1T	OLF1R	LGD1L	PZV1L
	<b>746,30%</b>	<b>94,15%</b>	<b>49,83%</b>	<b>-22,10%</b>	<b>-84,38%</b>	<b>-179,93%</b>
2019	GRD1R	TVEAT	TEL1L	NCN1T	ZMP1L	VBL1L
	LGD1L	TAL1T	KNF1L	KNR1L	HAE1T	EEG1T
	ARC1T	MRK1T	TKM1T	INL1L	RSU1L	LNA1L
	PZV1L	GZE1R	GRG1L	APG1L	OLF1R	PTR1L
	<b>206,57%</b>	<b>38,31%</b>	<b>4,46%</b>	<b>-19,03%</b>	<b>-59,37%</b>	<b>-95,91%</b>

V1:V6 segmentai sudaryti tuo pačiu principu kaip ir R1:R6: kiekvienam segmentui nuo progresyviausio (V1) iki pasyviausio (V6) priskiriant po keturias įmones pagal vidutinį dividendų išmokėjimo pokyčio dydį. Visu analizuojamu laikotarpiu 2015 – 2019 m. pastebimi du nukrypimai nuo segmentų standartiškumo (V1-V3 teigiami, V4-V6 neigiami). 2015 m. ir 2017 m. į V4 segmentą, kuriam būdingas silpnai neigiamas rodiklio pokytis, pateko įmonės su teigiamu vidutinio rodiklio pokyčiu. Tam įtakos turėjo aukštas dividendų išmokėjimo lygis minėtais metais, kurį užtikrino didelis dividendams skiriamos sumos prieaugis laikotarpiais 2014 – 2015 m. ir 2016 – 2017 m. lyginant su uždirbtu pelnu. Pačiais progresyviausiais dividendų išmokėjimo pokyčio metais laikomi 2017 m., kuomet stebimas itin aukštas V1 ir V2 segmentų

rezultatas. Pasyviausi metai minėto rodiklio atžvilgiu yra 2019 m., kuomet stebimas lečiausias rodiklio augimas.

**23 lentelė.** Tyrime dalyvaujančių įmonių segmentavimas pagal dividendų tenkančių vienai akcijai (DPS) rodiklio pokytį (N1:N6) laikotarpiu 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės)

	N1	N2	N3	N4	N5	N6
2015	EEG1T TKM1T KNF1L GRD1R	GRG1L INL1L PTR1L KNR1L	ARC1T HAE1T TEL1L PZV1L	MRK1T NCN1T TVEAT GZE1R	APG1L LNA1L TAL1T RSU1L	OLF1R LGD1L VBL1L ZMP1L
	<b>166,67%</b>	<b>100,00%</b>	<b>48,29%</b>	<b>-0,34%</b>	<b>-41,12%</b>	<b>-100,00%</b>
2016	KNF1L KNR1L RSU1L OLF1R	LGD1L VBL1L ZMP1L TKM1T	EEG1T MRK1T INL1L GZE1R	ARC1T GRG1L LNA1L NCN1T	TAL1T TVEAT APG1L PZV1L	HAE1T PTR1L TEL1L GRD1R
	<b>625,00%</b>	<b>82,50%</b>	<b>17,90%</b>	<b>0,00%</b>	<b>-8,59%</b>	<b>-81,92%</b>
2017	PTR1L LGD1L NCN1T HAE1T	OLF1R TEL1L KNR1L GZE1R	GRD1R GRG1L PZV1L TAL1T	RSU1L APG1L TKM1T EEG1T	ARC1T INL1L LNA1L ZMP1L	MRK1T TVEAT KNF1L VBL1L
	<b>281,98%</b>	<b>186,03%</b>	<b>78,41%</b>	<b>29,34%</b>	<b>-4,17%</b>	<b>-44,44%</b>
2018	MRK1T LNA1L TEL1L INL1L	KNF1L GRG1L ZMP1L HAE1T	EEG1T TKM1T APG1L RSU1L	GRD1R ARC1T TAL1T VBL1L	PTR1L KNR1L TVEAT NCN1T	LGD1L OLF1R GZE1R PZV1L
	<b>133,74%</b>	<b>52,33%</b>	<b>8,11%</b>	<b>0,00%</b>	<b>-28,22%</b>	<b>-73,16%</b>
2019	GRD1R TVEAT PZV1L TAL1T	TEL1L TKM1T ARC1T MRK1T	GRG1L NCN1T RSU1L GZE1R	APG1L HAE1T KNF1L INL1L	ZMP1L OLF1R LGD1L KNR1L	VBL1L EEG1T LNA1L PTR1L
	<b>257,08%</b>	<b>4,30%</b>	<b>-1,29%</b>	<b>-28,46%</b>	<b>-58,25%</b>	<b>-92,59%</b>

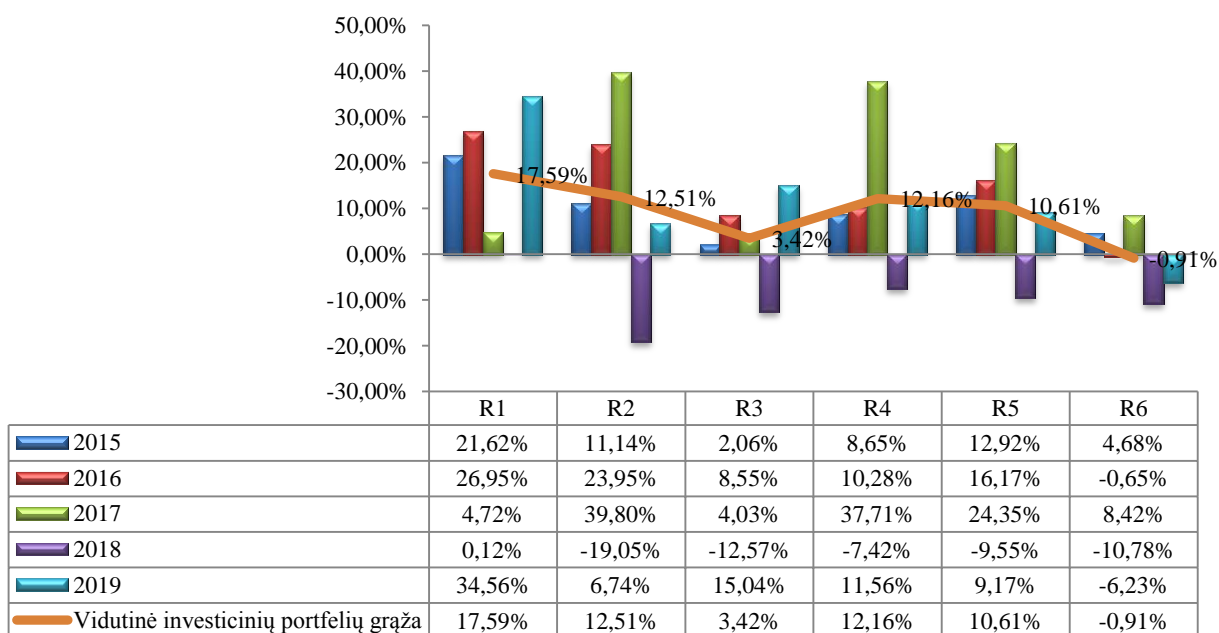
Duomenys pagal trečią itin svarbų dividendų politikos kintamąjį – dividendų tenkančių akcijai pokytį, pateikti 23 lentelėje. Segmentai N1:N6 sudaryti remiantis tuo pačiu principu kaip ir R1:R6 bei V1:V6 – progresyviausiu dividendų tenkančių akcijai augimu pasižymėjusios įmonės matomos N1 segmente, atitinkamai pasyviausiu minėto rodiklio augimu pasižymėjusios įmonės stebimos N6 segmente. Analizuojamas laikotarpis 2015 – 2019 m. iš dalies atspindi tam tikrą nedidelį dividendų politikos kaitos ciklą, kurį puikiai galima išvelgti stebint DPS pokytį minėtu periodu. Pirmi stebėjimo metai (2015 m.) vertinami kaip neutralūs dividendų politikos atžvilgiu, kuomet didžiausią DPS plėtrą vykdžiusios įmonės matomos standartiškai N1-N3 segmentuose - fiksuojamas teigiamas ir atitinkamai mažėjantis DPS pokytis. Tuo tarpu N4-N6 segmentuose stebimos pasyviausią DPS plėtrą vykdžiusios įmonės, kurių DPS pokytis fiksuojamas neigiamas ir atitinkamai mažėjantis. 2016 m. dividendų politikos plėtra intensyvėja - N1 segmente matomas itin aukštas dividendų tenkančių vienai akcijai pokyčio rezultatas (625,00



%), o N4 segmentas iš neigiamo pasikeitė į pasyvų (0,00 %), tačiau vertinamą teigiamai, kadangi DPS pokyčio rezultatas indikuoja apie įmonių sprendimą išlaikyti DPS lygį nepakitusių. 2017 m. DPS pokyčio augimas indikuoja apie dividendų politikos plėtros piką - į N4 segmentą pateko įmonės su teigiamu vidutinio rodiklio pokyčiu (29,34 %). 2018 m. išmokamų dividendų augimas silpsta – N1 segmente pastebimas stipriai sumažėjęs DPS pokyčio rezultatas (133,74 %), N4 segmentas grįžo į pasyvų lygį (0,00 %). 2019 m. galima stebėti dividendų politikos ciklo ketvirtąją stadiją – nuosmūkį, kuomet segmentas N2 demonstruoja itin žemą DPS pokyčio rezultata (4,30 %), o N3 segmente pastebimas jau neigiamas dividendų tenkančių vienai akcijai pokytis (-1,29 %).

### 3.5 Investicinių portfelių rezultatų analizė

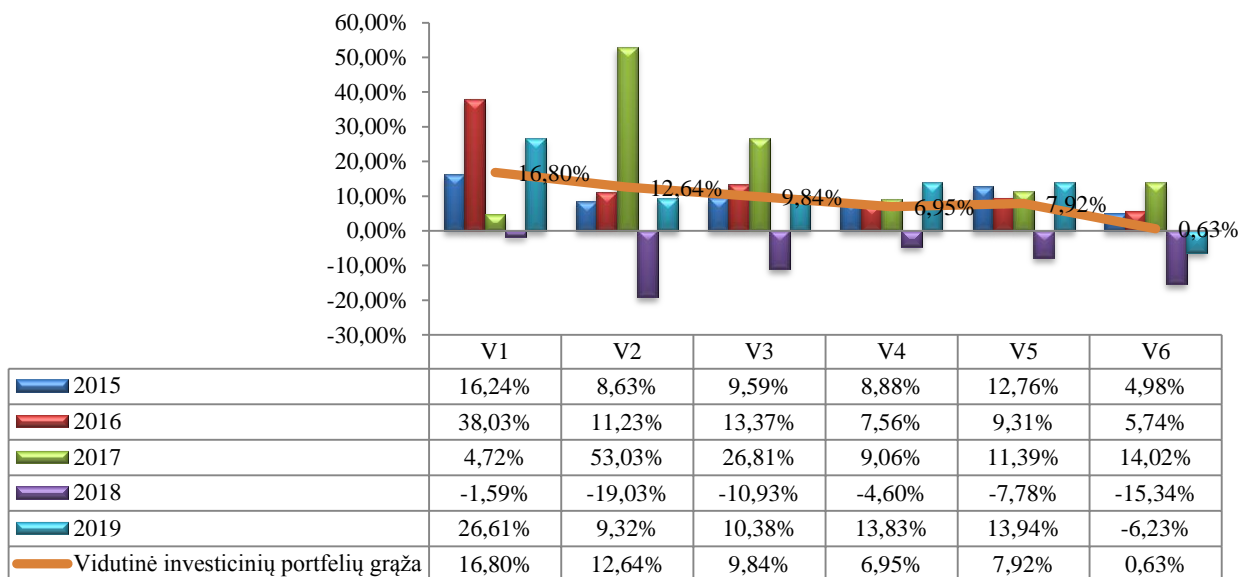
Šiame tyrimo etape formuojami investiciniai portfeliai istorinių duomenų pagrindu, remiantis prieš tai atlikta akcijų rinkos dividendų politikos segmentacijos analize. R1:R6 investiciniai portfeliai formuojami pagal išskirtus dividendų pajamingumo rodiklio pokyčio segmentus (R1:R6) progresyvumo-pasyvumo atžvilgiu. V1:V6 investiciniai portfeliai formuojami pagal išskirtus dividendų išmokėjimo rodiklio pokyčio segmentus (V1:V6) progresyvumo-pasyvumo atžvilgiu. N1:N6 investiciniai portfeliai formuojami pagal išskirtus dividendų tenkančių akcijai (DPS) rodiklio pokyčio segmentus (N1:N6) progresyvumo-pasyvumo atžvilgiu.



**17 paveikslas.** Investicinių portfelių R1:R6, suformuotų pagal išskirtus dividendų pajamingumo rodiklio pokyčio segmentus (R1:R6), grąžos dinamika laikotarpiu 2015-2019 m. (sudaryta autorės)

Kaip galima matyti iš 17 paveiksle pateiktos informacijos, investicinių portfelių kiekvienų metų R1:R6 grąža demonstruoja individualią tendenciją, tačiau žvelgiant į bendrą investicinių portfelių vidutinę grąžą laikotarpiu 2015 – 2019 m., galima pastebėti laužytą nuolydžio trajektoriją dividendų politikos progresyvumo-pasyvumo kryptimi R1:R6. Investiciniai portfeliai R1, sudaryti iš įmonių akcijų, kurių dividendų pajamingumo rodiklio pokytis buvo fiksuojamas progresyviausias ir vidutiniškai generavo didžiausią grąžą (17,59 %). Tuo tarpu investiciniai portfeliai R6, sudaryti iš įmonių akcijų, kurių dividendų pajamingumo rodiklio pokytis buvo stebimas pasyviausias ir vidutiniškai generavo mažiausią grąžą (-0,91 %). Investicinių portfelių R2-R5 grąžos tendencijoje matoma anomalija – R3 investiciniai portfeliai, sudaryti iš į nuosaikais teigiamo dividendų pajamingumo pokyčio augimo, sugeneravo kur kas mažesnę vidutinę grąžą (3,42 %), nei investiciniai portfeliai R4 (12,16 %) ir R5 (10,61 %), kurie sudaryti iš pasyvaus ir dažnai neigiamo dividendų pajamingumo pokyčio augimo. Šią anomaliją galėjo lemti 2015 m. R3 investicinio portfelio itin žemas rezultatas (2,06 %) ir pranykusi grąžos nuolydžio trajektorija tarp R4-R6 investicinių portfelių. Tam įtakos turėjo prasti Baltijos regiono santykiai su Rusija, nuvertėjusi rublio valiuta, Kinijos akcijų rinkoje prasidėję vertybinių popierių išsipardavimas dėl kelis kartus nuvertėjusio juanio, palietęs visas pasaulio rinkas. 2017 m. R1:R6 investicinių portfelių grąžos svyravimas, neišskyręs jokios paaiškinamos tendencijos, kuomet R1 ir R3 investicinių portfelių grąža buvo itin maža (R1 4,72 %, R3 4,03 %) o tuo tarpu R2, R4 ir R5 investicinių portfelių grąža siekė atitinkamai 39,80 %, 37,71 % ir 24,35 %. Tokiai 2017 m. šuoliuojančiai investicinių portfelių grąžai įtaką galėjo daryti 2017 m. vyravusi įvairialypė nuotaika rinkoje – vieni džiaugėsi, dėl gerų įmonių rezultatų, tačiau netruko pasireikšti ir tam tikrų iššūkių, ribojusių įmonių augimo galimybes, kaip antai prastas vasaros sezonas stipriai paveikė su žemės ūkiu susijusių įmonių veiklos rezultatus. Panaši situacija stebima ir 2018 m., kuomet investiciniai portfeliai R1:R6, išskyrus R1, generavo neigiamą grąžą, chaotiškai išbalansavusią dividendų pajamingumo pokyčio progresyvumo-pasyvumo tvarka sudarytų investicinių portfelių grąžos tendenciją. Tam įtaką darė sudėtinga situacija pasaulinėje ekonomikoje – JAV ir Kinijos tarpusavio prekybos karas – bei prastėjantys įmonių ketvirtiniai rezultatai, lėmę daugumos įmonių akcijų kainos stiprų nuosmukį. Tokie investicinių portfelių grąžų pokyčiai, kai rinkoje vyksta stiprūs ekonominiai svyravimai, negali būti aiškinami ieškant stiprios priklausomybės tarp pirmojo dividendų politikos kintamojo – dividendų pajamingumo pokyčio rezultatų. Tačiau reikėtų atkreipti dėmesį į rinkos reakciją, kuri atsispindi investicinių portfelių R6 vidutinės grąžos rezultate. Dėl R6 segmentuose esančių įmonių itin stipraus

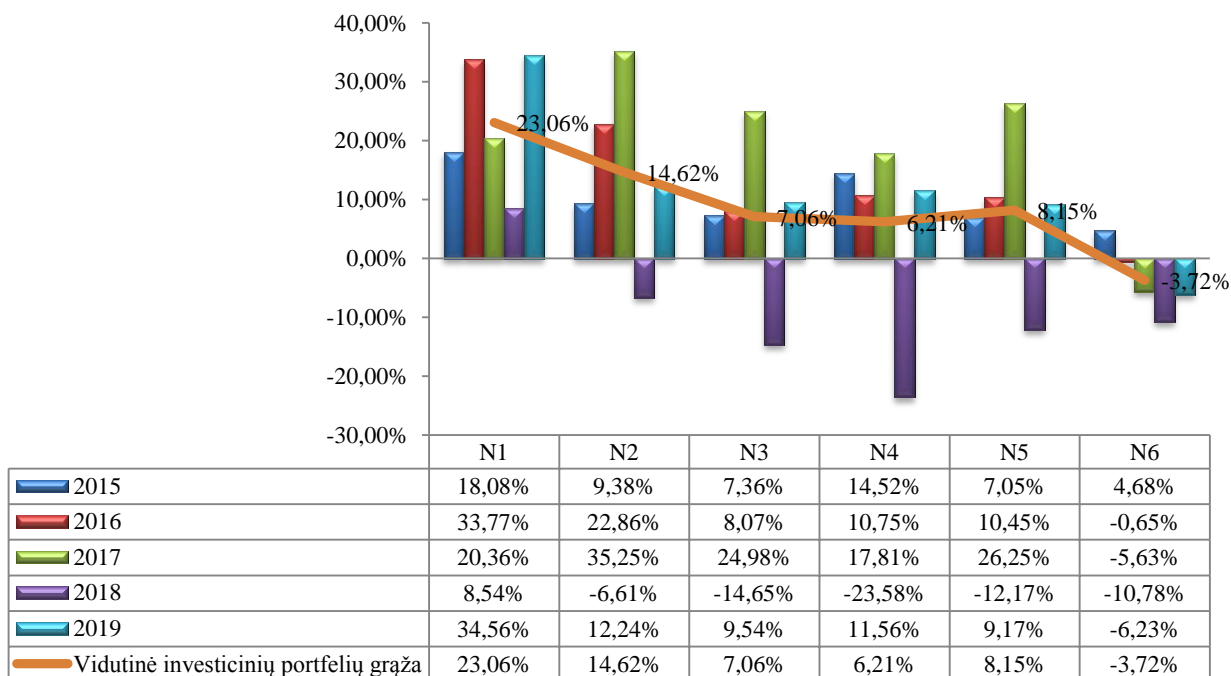
neigiamo dividendų pajamingumo pokyčio, R6 investicinių portfelių vidutinė grąža buvo neigiama (-0,91 %) ir žemiausia iš analizuojamų investicinių portfelių grupių. Taip pat stebimas ryškus skirtumas tarp R5-R6 investicinių portfelių grupių grąžos, kas priešingai taip ryškiai nepastebima R1-R2 investicinių portfelių grupių grąžos skirtume. Tai leidžia daryti prielaidą, kad lėtėjanti, tačiau vis tiek teigiama dividendų politikos kaita (silpnai smunkantis augimas) nėra vertinamas kaip didelę įtaką akcijų grąžai darantis dėmuo, priešingai, nei dideli dividendų politikos svyravimai. Ypatingai stipriai neigiami dividendų politikos pokyčiai ryškiai atsispindi akcijų grąžos rezultate. Taip pat, kaip jau buvo minėta prieš tai, vykstant stipriems ekonominiams svyravimams pasaulyje, kurie paliečia visas pasaulines rinkas, dividendų politikos kaitos svarba tampa iš dalies antraeilio aspektu investuotojų sprendimų priėmimo atžvilgiu. Taigi dividendų pajamingumo pokyčio įtaka akcijų grąžai yra stebima, tačiau jos stiprumas turi būti įvertintas atliekant koreliacijos skaičiavimus.



**18 paveikslas.** Investicinių portfelių V1:V6, suformuotų pagal išskirtus dividendų išmokėjimo rodiklio pokyčio segmentus (V1:V6), grąžos dinamika laikotarpiu 2015-2019 m. (sudaryta autorės)

Investicinių portfelių V1:V6, suformuotų remiantis nustatytais dividendų išmokėjimo rodiklio pokyčio segmentais, grąžos rezultatai parodyti 18 paveiksle. Žvelgiant į vidutinę investicinių portfelių grąžą, pastebima kur kas tolygesnė nuolydžio trajektorija dividendų išmokėjimo progresyvumo-pasyvumo V1:V6 kryptimi, nei prieš tai analizuota R1:R6 grupės investicinių portfelių grąžos tendencija. Investiciniai portfeliai V1, suformuoti iš įmonių akcijų, pasižymėjusių progresyviausiu dividendų išmokėjimo rodiklio pokyčiu, vidutiniškai generavo didžiausią grąžą (16,80 %). Tuo tarpu investiciniai portfeliai V6, sudaryti iš įmonių akcijų, kurių

dividendų išmokėjimo rodiklio pokytis buvo stebimas pasyviausias, vidutiniškai generavo mažiausią grąžą (0,63 %). Mažas nukrypimas pastebimas V4-V6 grąžos tendencijos atkarpoje, kuomet V5 investicinių portfelių vidutinė grąža (7,92 %) nestipriai pralenkė V4 investicinių portfelių grąžą (6,95 %). Vėlgi, tai leidžia daryti prielaidą, kad neigiamas dividendų politikos pokyčio signalas, šiuo atveju neigiamas dividendų išmokėjimo rodiklio pokytis, daro įtaką akcijų grąžai priklausomai nuo signalo stiprumo. V5 investiciniams portfeliams priklausančių įmonių dividendų išmokėjimo rodiklio neigiamas pokytis iš dalies suaktyvino galimai spekuliatyvią rinką, todėl šių įmonių investicinių portfelių grąža (7,92 %) stebima aukšta, lyginant su V6 investicinių portfelių grąža (0,63 %). V6 investiciniams portfeliams priklausančios įmonės išsiskyrė labai aukštu neigiamu dividendų išmokėjimo rodiklio pokyčiu, tad itin stiprus neigiamas signalas paaiškina minėtų investicinių portfelių grąžos rezultatus. Taip pat verta atkreipti dėmesį į 2017 m. ir 2018 m. investicinių portfelių V1-V6 grąžos netolygų svyravimą, kuris buvo stebimas ir atitinkamų metų R1-R6 investicinių portfelių grąžos rezultatuose. Dėl minėtų priežasčių – svarbių įvykių pasaulinėje ir vietinėje rinkose, dividendų politikos pokyčiai tampa mažiau svarbus objektas investuotojų tarpe, todėl šiuo atveju investicinių portfelių grąžos pokyčiai išsibalansuoja dividendų išmokėjimo kaitos atžvilgiu.



**19 paveikslas.** Investicinių portfelių N1:N6, suformuotų pagal išskirtus dividendų tenkančių vienai akcijai (DPS) rodiklio pokyčio segmentus (N1:N6), grąžos dinamika laikotarpiu 2015-2019 m. (sudaryta autorės)

19 paveiksle pavaizduoti investicinių portfelių N1:N6 kiekvienų tyrimo metų 2015 – 2019 m. grąžos rezultatai. Kaip jau buvo minėta prieš tai, N1:N6 investiciniai portfeliai suformuoti pagal išskirtus dividendų tenkančių vienai akcijai (DPS) rodiklio pokyčio segmentus. Šiuo konkrečiu atveju stebima labai aiški vidutinės investicinių portfelių grąžos nuolydžio trajektorija progresyvumo-pasyvumo N1:N6 kryptimi. N1 investiciniai portfeliai, suformuoti pagal N1 segmentą, kuriam priklauso įmonės, pasižymėjusios didžiausiu dividendų tenkančių vienai akcijai (DPS) rodiklio pokyčio augimu, vidutiniškai generavo didžiausią grąžą (23,06 %). Tuo tarpu investiciniai portfeliai N6, sudaryti iš įmonių akcijų, kurių dividendų tenkančių vienai akcijai (DPS) rodiklio pokytis buvo stebimas pasyviausias, atitinkamai generavo mažiausią grąžą (-3,72 %). Vienintelis nukrypimas nuo trajektorijos matomas N3-N6 vidutinės grąžos atkarpoje, kuomet N5 investicinių portfelių vidutinė grąža (8,15 %) buvo didesnė nei N4 (6,21 %) ir N3 (7,06 %) investicinių portfelių. Vėlgi, viena iš pagrindinių šio nukrypimo priežasčių yra 2017 m. ir 2018 m. chaotiški N1-N6 investicinių portfelių rezultatai. 2017 m. galima pastebėti, kad N5 investicinis portfelis generavo itin aukštą grąžą (26,25 %), pralenkdamas N1 (20,36 %) ir N3 (24,98 %), o 2018 m. N4 investicinis portfelis generavo itin žemą grąžą (-23,58 %), nusileisdamas N5 (-12,17 %) ir N6 (-10,78 %) investiciniams portfeliams.

Atlikus visų investicinių portfelių, suformuotų dividendų politikos trijų pagrindinių kintamųjų progresyvumo-pasyvumo tvarka, grąžos analizę, išryškėjo keletas pagrindinių aspektų. Visos trys investicinių portfelių grupės išskyrė pastebimą nuolydžio trajektoriją dividendų politikos traukimosi kryptimi. Silpniausiu grąžos nuolydžiu pasižymėjo R1:R6 investicinių portfelių grupė, sudaryta pagal dividendų pajamingumo pokyčio segmentus (R1:R6). Nuosaikus, tačiau užtikrintas grąžos nuolydis fiksuojamas V1:V6 investicinių portfelių, suformuotų pagal dividendų išmokėjimo pokyčio segmentus (V1:V6), rezultatuose. Stipriausias grąžos nuolydis matomas N1:N6 investicinių portfelių grupėje, sudarytoje remiantis dividendų tenkančių vienai akcijai (DPS) rodiklio pokyčio segmentų duomenimis (N1:N6). Taip pat, visose analizuojamų investicinių portfelių grupėse buvo užfiksuoti nukrypimai nuo besileidžiančios grąžos trajektorijos. Tam įtakos turėjo 2017 – 2018 m. ekonomikos svyravimus iššaukę svarbūs įvykiai pasaulyje bei prastėjantys įmonių rezultatai Baltijos rinkoje. Tokie investicinių portfelių grąžų pokyčiai, kai rinkoje vyksta stiprūs ekonominiai svyravimai, negali būti aiškinami ieškant stiprios priklausomybės tarp dividendų politikos pokyčio rezultatų, kadangi dividendų politikos kaitos svarba tampa iš dalies antraeilium aspektu investuotojų sprendimų priėmimo atžvilgiu.

Galiausiai buvo pastebėta, kad besitraukiantis, tačiau vis tiek išliekantis teigiamas dividendų politikos augimas daro mažesnę įtaką akcijų grąžai, nei dideli dividendų politikos pokyčiai.

### 3.6 Dividendų politikos ir akcijų grąžos ryšys

Šiame paskutiniame tyrimo etape pateikiami koreliacinės regresijos skaičiavimai, atlikti tarp 90 suformuotų investicinių portfelių R1:R6, V1:V6 ir N1:N6 sugeneruotos kasmetinės grąžos laikotarpiu 2015 – 2019 m. ir trijų pagrindinių dividendų politikos rodiklių - dividendų pajamingumo rodiklio (R1:R6), dividendų išmokėjimo rodiklio (V1:V6) ir dividendų tenkančių vienai akcijai (DPS) rodiklio (N1:N6) pokyčių minėtu laikotarpiu. Koreliacinės regresijos pagalba nustatytas ryšys bei jo statistinis reikšmingumas tarp dividendų politikos ir akcijų grąžos leis pagrįsti arba paneigti prieš tai atliktos investicinių portfelių rezultatų analizės prielaidas bei objektyviai įvertinti kokią įtaką dividendų politika daro akcijų grąžai Baltijos akcijų rinkoje.

**24 lentelė.** Dividendų pajamingumo rodiklio pokyčio (R1:R6) įtakos investicinių portfelių R1:R6 grąžai empirinio tyrimo rezultatai 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės)

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Koreliacijos koeficientas</b>	0,595	0,816	-0,217	0,248	0,934
<b>Ryšio stiprumas</b>	Vidutinis t.	Stiprus t.	Labai silpnas at.	Labai silpnas t.	Labai stiprus t.
<b>Reikšmingumo lygmuo (<math>\alpha</math>)</b>	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
<b>Reikšmingumas (<math>p</math>)</b>	0,213	0,048	0,679	0,635	0,006
<b>Vertinimas</b>	Statistiškai nereikšminga	Statistiškai reikšminga	Statistiškai nereikšminga	Statistiškai nereikšminga	Statistiškai reikšminga

Tarp kasmetinių R1:R6 investicinių portfelių grąžos ir dividendų pajamingumo rodiklio pokyčio visu analizuojamu laikotarpiu 2015 – 2019 m. stipriausias tiesioginis ryšys nustatytas 2019 m. (0,934), o silpniausias 2018 m. (0,248) (žr. 24 lentelė). 2017 m. stebimas neigiamas koreliacijos rodiklis (-0,217) indikuojantis apie nustatytą labai silpną atvirkštinį ryšį tarp 2017 m. investicinių portfelių grąžos ir dividendų pajamingumo pokyčio. Tačiau būtina atkreipti dėmesį į tai, kad tik nustatyto stipraus ir labai stipraus tiesioginio ryšio tarp dividendų pajamingumo pokyčio ir investicinių portfelių grąžos 2016 m. (0,816) ir 2019 m. (0,934) duomenys laikomi statistiškai reikšmingi, kadangi reikšmingumo  $p$  yra mažesnis už reikšmingumo lygį  $\alpha$  (2016 m.

0,048, 2019 m. 0,006). Likusiais tyrimo metais 2015 m., 2017 m. ir 2018 m. koreliacinis ryšys tarp dividendų pajamingumo pokyčio ir R1:R6 investicinių portfelių grąžos buvo nustatytas vidutinis arba labai silpnai teigiamas-neigiamas. Reikšmingumui  $p$  viršijus reikšmingumo lygį  $\alpha$  (2015 m. 0,213, 2017 m. 0,679 ir 2018 m. 0,635), galima teigti, kad minėtų metų ryšys tarp dividendų politikos ir akcijų grąžos yra statistiškai nereikšmingas. Tai paaiškina prieš tai aptartus nukrypimus 2015 m., 2017 m. ir 2018 m. nuo R1:R6 investicinių portfelių grąžos trajektorijos progradyvu-pasyvumo atžvilgiu dėl pasaulyje vykusių įvykių, sukėlusių svyravimus rinkose ir tiesiogiai palietusių Baltijos akcijų rinką. Tai leidžia daryti prielaidą, kad vieno iš dividendų politikos rodiklio – dividendų pajamingumo kaita daro reikšmingą įtaką akcijų grąžai vykstant sveikiems ir stabiliems pokyčiams Baltijos regione ir pasaulio ekonomikos svyravimams mažesne amplitude paliečiant akcijų biržas vietinėse rinkose.

**25 lentelė.** Dividendų išmokėjimo rodiklio pokyčio (V1:V6) įtakos investicinių portfelių V1:V6 grąžai empirinio tyrimo rezultatai 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės)

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Koreliacijos koeficientas</b>	0,764	0,909	-0,148	0,549	0,812
<b>Ryšio stiprumas</b>	Stiprus t.	Labai stiprus t.	Labai silpnas at.	Vidutinis t.	Stiprus t.
<b>Reikšmingumo lygmuo (<math>\alpha</math>)</b>	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
<b>Reikšmingumas (<math>p</math>)</b>	0,077	0,012	0,780	0,259	0,049
<b>Vertinimas</b>	Statistiškai nereikšminga	Statistiškai reikšminga	Statistiškai nereikšminga	Statistiškai nereikšminga	Statistiškai reikšminga

25 lentelėje pateikti koreliacijos koeficientai, apskaičiuoti tarp kasmetinių V1:V6 investicinių portfelių grąžos ir dividendų išmokėjimo rodiklio pokyčio visais tyrimo metais 2015 – 2019 m. Stipriausias tiesioginis ryšys nustatytas 2016 m. (0,909), o tuo tarpu silpniausias ir atvirkštinis ryšys fiksuojamas 2017 m. (-0,148). Kadangi 2016 m. Baltijos regiono įmonėms buvo patys rezultatyviausi iš visų tyrime analizuojamų, 2017 m. įvykęs dividendų politikos plėtimo bumai išbalansavo bet kokią V1:V6 progredyvu-pasyvumo tendenciją. Vėlgi, pažvelgus į reikšmingumo  $p$  eilutę, pastebimi tik dvejų metų statistiškai reikšmingi koreliacijos koeficientai – 2016 m. (0,012) ir 2019 m. (0,049). Abejais metais nustatytas ryšys tarp dividendų išmokėjimo rodiklio pokyčio ir V1:V6 investicinių portfelių grąžos yra labai stiprus (2016 m. 0,909) ir stiprus (2019 m. 0,812). Tai reiškia, kad 2016 m. ir 2019 m. stebėti dividendų išmokėjimo rodiklio

pokyčiai tiesiogiai ir stipriai veikė atitinkamų metų investicinių portfelių grąžą. Kitais tyrimo metais – 2015 m., 2017 m. ir 2018 m. nustatytas koreliacinis ryšys visgi yra kvestionuotinas dėl  $p$  reikšmingumo, viršijančio 5 proc., indikuojančio apie atsitiktinumą faktoriaus tikimybę nustatyto koreliacijos ryšio rezultate. Akivaizdu, kad antrasis dividendų politikos rodiklis – dividendų išmokėjimo pokytis, kaip ir pirmasis – dividendų pajamingumo pokytis, parodė vienodus rezultatus dividendų politikos įtakos akcijų grąžai tyrime. Abu rodikliai išskyrė, kad statistiškai reikšminga įtaka fiksuojama tais pačiais analizuojamais metais – 2016 m. ir 2019 m., o statistinio reikšmingumo neparodę koreliacijos rezultatai fiksuojami 2015 m., 2017 m. ir 2018 m. Tai tik sustiprina prieš tai nustatytą rezultatų priežastinį aiškinimą – dividendų politikos stiprią įtaką akcijų grąžai ekonomikos stabilaus augimo metais ir dividendų politikos įtakos susilpnėjimą (išnykimą) esant stipriems ekonominiams svyravymams pasaulinėse rinkose dėl globalių interesų konfliktų.

**26 lentelė.** Dividendų tenkančių vienai akcijai rodiklio pokyčio (N1:N6) įtakos investicinių portfelių N1:N6 grąžai empirinio tyrimo rezultatai 2015 – 2019 m. (sudaryta autorės)

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Koreliacijos koeficientas</b>	0,721	0,890	0,520	0,719	0,942
<b>Ryšio stiprumas</b>	Stiprus t.	Stiprus t.	Vidutinis t.	Stiprus t.	Labai stiprus t.
<b>Reikšmingumo lygmuo (<math>\alpha</math>)</b>	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
<b>Reikšmingumas (<math>p</math>)</b>	0,106	0,018	0,290	0,108	0,005
<b>Vertinimas</b>	Statistiškai nereikšminga	Statistiškai reikšminga	Statistiškai nereikšminga	Statistiškai nereikšminga	Statistiškai reikšminga

Aukščiau esančioje 26 lentelėje pateikti koreliacijos rezultatai tarp dividendų tenkančių vienai akcijai (DPS) rodiklio pokyčio (N1:N6) ir kasmetinių investicinių portfelių N1:N6 grąžos rezultatų 2015 – 2019 m. Tarp minėto dividendų politikos rodiklio ir investicinių portfelių N1:N6 grąžos visu analizuojamu laikotarpiu nustatytas vidutinis, stiprus ir labai stiprus tiesioginis ryšys. Stipriausias tiesioginis ryšys fiksuojamas 2019 m. (0,942), o silpniausias, bet vis tiek vidutinis tiesioginis ryšys nustatytas 2017 m. (0,520). Atsižvelgiant į reikšmingumo  $p$  eilutę, statistiškai reikšmingi koreliacijos ryšiai laikomi 2016 m. (0,018) ir 2019 m. (0,005). Šiais dvejais tyrimo metais dividendų tenkančių vienai akcijai (DPS) rodiklio pokytis darė stiprią (2016 m. 0,890) ir labai stiprią (2019 m. 0,942) įtaką akcijų grąžai N1:N6 investicinių portfelių grupėje. Likusiais



tyrimo metais – 2015 m., 2017 m. ir 2018 m. apskaičiuotas koreliacinis ryšys yra laikomas statistiškai nereikšmingu, dėl 5 proc. viršijančio  $p$  reikšmingumo. Taigi ir trečiasis dividendų politikos rodiklis – dividendų tenkančių vienai akcijai pokytis, kaip ir prieš tai analizuoti du, indikuoja tą patį tyrimo rezultatyvumą.

Atlikus dividendų politikos įtakos akcijų grąžai analizę, pasitvirtinto dvi prieš tai nustatytos prielaidos. Visų pirma – atliktais koreliacinės regresijos skaičiavimais buvo nustatytas statistiškai reikšmingas dividendų politikos pagrindinių rodiklių - dividendų pajamingumo, dividendų išmokėjimo ir dividendų tenkančių vienai akcijai pokyčio ryšys su investicinių portfelių R1:R6, V1:V6 ir N1:N6 grąžomis dvejais iš penkerių analizuojamų metų: 2016 m. ir 2019 m. Tai reiškia, kad 2016 m. ir 2019 m. stebimas dividendų politikos pokytis darė stiprią įtaką akcijų grąžai. Dividendų politikos augimas lėmė didesnę investicinių portfelių grąžą, ir atvirkščiai – dividendų politikos susitraukimas lėmė mažesnę investicinių portfelių grąžą progresyvumo-pasyvumo aspektu. Visų antra – atliktais koreliacinės regresijos skaičiavimais buvo nustatytas statistiškai nereikšmingas dividendų politikos pagrindinių rodiklių - dividendų pajamingumo, dividendų išmokėjimo ir dividendų tenkančių vienai akcijai pokyčio ryšys su investicinių portfelių R1:R6, V1:V6 ir N1:N6 grąžomis trejais iš penkerių analizuojamų metų: 2015 m., 2017 m. ir 2018 m. Kaip prieš tai buvo minėta, būtent 2015 m., 2017 m. ir 2018 m. investicinių portfelių grupėse buvo užfiksuoti nukrypimai nuo besileidžiančios grąžos trajektorijos. Būtent šiais metais buvo fiksuoti itin stiprūs svyravimai pasaulio rinkose dėl vykstančių geopolitinių nesutarimų, didžiausių pasaulio ekonomikų varžybų, neramumų Europos sąjungoje.

Apibendrinant galima teigti, jog įmonių dividendų politikos pokyčiai tiesiogiai koreliuoja su įmonių akcijų grąža esant stabiliai ir sveikai augančiai regiono bei viso pasaulio ekonomikai. Jeigu dividendų politika yra stipriai plečiama, galima tikėtis ir akcijų grąžos prieaugio, ir atvirkščiai, tuo atveju kai dividendų politika yra siaurinama ir rodiklių augimas smunka, akcijų grąža dažnu atveju linkusi taip pat trauktis.

## IŠVADOS IR PASIŪLYMAI

1. Atlikus mokslinės literatūros analizę, dauguma išskirtų dividendų politikos teorijų grindė dividendų reikšmingumo argumentą (Williams 1938, Lintner 1956, Gordon 1959, Ross 1977, Bhattacharya 1979, Robinson 2006, DeAngelo *et al.* 2006, Shefrin 2009, Decamps *et al.* 2011, Baker, Weigand 2015, Baker *et al.* 2018). Apžvelgus skirtingose rinkose atliktus tyrimus įmonių dividendų politikos formavimo sprendimų priėmimo aspektu, išryškėjo šie pagrindiniai veiksniai darantys tam įtaką: mokesčių optimizavimas, įmonės pelningumas, pajamos, atstovavimo išlaidos (Šiaurės šalių regionas); įmonės dydis, įmonės branda, reglamentavimas, svertas (Šiaurės Amerikos regionas); įmonės kapitalizacija, investicinės galimybės, verslo rizika (Indijos regionas); įmonės skola, stambūs akcininkai (Malaizijos regionas).
2. Išanalizavus galimas dividendų išmokėjimo formas, buvo pastebėta, kad įmonių pasirinkimas dividendus mokėti tam tikra forma, labai skiriasi įvairiose šalyse, regionuose bei laike. Tačiau nustatyta, kad ilgainiui įmonės linkusios rinktis piniginius dividendus kaip pagrindinę priemonę pajamų paskirstymui akcininkams. Egzistuojantys mokestiniai neapibrėžtumai lemia įmonių pasirinkimą išmokėti specialius dividendus vietoj reguliarių piniginių dividendų, o pasireiškiant sunkmečiui arba nuosavo kapitalo didinimo poreikiui, įmonės linkusios naudoti pasirinktinius dividendus akcijomis. Pastebėta, kad dividendus akcijomis mokėti renkasi vyresnės, pelningesnės įmonės, linkusios daugiau investuoti į ilgalaikį turtą.
3. Dividendų politikos analizė parodė, kad nors Baltijos akcijų rinka nėra didelė, tačiau šios rinkos dalyviai nevengia operuoti dividendų politika. Po itin pelningų metų įmonės linkusios mokėti aukštesnius dividendus, pastebimi daugiau kartų išmokami dividendai, daugiau įmonių priima sprendimą išmokėti dividendus po petraukos. Fiksuojami aukšti dividendų pajamingumo, dividendų išmokėjimo ir dividendų tenkančių vienai akcijai rodikliai. Stebimas itin spartus dividendų politikos plėtimo augimas – labai aukštas minėtų dividendinių rodiklių pokyčio rezultatas. Visa tai indikuoja, kad įmonės uždirbamos didesnę pelną yra linkusios didesne jo dalimi pasidalinti ir su savo akcininkais. Smunkant įmonių pelningumui – dividendų politikos rodikliai laikosi prieš tai buvusiame lygyje ir po truputi leidžiasi žemyn, kadangi augimo greitis ir mažtas lėtėja. Tai leidžia daryti išvadą, kad įmonių dividendų politika nėra ypatingai jautri finansinių rezultatų pasikeitimams - nestebimi dividendų rodiklių staigūs pokyčiai.

Baltijos akcijų rinkos įmonės nedemonstruoja panikos dividendų politikos atžvilgiu, kuomet nėra pasiekiami planuoti rezultatai. Tačiau užsitęsęs finansinis nestabilumas atsispindi besitraukiančioje įmonių dividendų politikoje.

4. Atlikus visų investicinių portfelių, suformuotų dividendų politikos trijų pagrindinių kintamųjų progresyvumo-pasyvumo tvarka, grąžos analizę, pastebėta, kad visos trys investicinių portfelių grupės išskyrė pastebimą nuolydžio trajektoriją dividendų politikos traukimosi kryptimi. Silpniausiu grąžos nuolydžiu pasižymėjo R1:R6 investicinių portfelių grupė, sudaryta pagal dividendų pajamingumo pokyčio segmentus (R1:R6). Nuosaikus, tačiau užtikrintas grąžos nuolydis fiksuojamas V1:V6 investicinių portfelių, suformuotų pagal dividendų išmokėjimo pokyčio segmentus (V1:V6), rezultatuose. Stipriausias grąžos nuolydis matomas N1:N6 investicinių portfelių grupėje, sudarytoje remiantis dividendų tenkančių vienai akcijai (DPS) rodiklio pokyčio segmentų duomenimis (N1:N6). Taip pat, visose analizuojamų investicinių portfelių grupėse buvo užfiksuoti nukrypimai nuo besileidžiančios grąžos trajektorijos. Tam įtakos turėjo 2017 – 2018 m. ekonomikos svyravimus iššaukę svarbūs įvykiai pasaulyje bei prastėjantys įmonių rezultatai Baltijos rinkoje. Tokie investicinių portfelių grąžų pokyčiai, kai rinkoje vyksta stiprūs ekonominiai svyravimai, negali būti aiškinami ieškant stiprios priklausomybės tarp dividendų politikos pokyčio rezultatų, kadangi dividendų politikos kaitos svarba tampa iš dalies antraeilium aspektu investuotojų sprendimų priėmimo atžvilgiu. Galiausiai buvo pastebėta, kad besitraukiantis, tačiau vis tiek išliekantis teigiamas dividendų politikos augimas daro mažesnę įtaką akcijų grąžai, nei dideli dividendų politikos pokyčiai.
5. Atlikus dividendų politikos įtakos akcijų grąžai analizę koreliacinės regresijos būdu, buvo nustatytas statistiškai reikšmingas dividendų politikos pagrindinių rodiklių - dividendų pajamingumo, dividendų išmokėjimo ir dividendų tenkančių vienai akcijai pokyčio ryšys su investicinių portfelių R1:R6, V1:V6 ir N1:N6 grąžomis dvejais iš penkerių analizuojamų metų: 2016 m. ir 2019 m., o statistiškai nereikšmingas ryšys – 2015 m., 2017 m. ir 2018 m. Tai reiškia, kad 2016 m. ir 2019 m. stebimas dividendų politikos pokytis darė stiprią įtaką akcijų grąžai, kas leidžia teigti, kad esant stabiliai ir sveikai augančiai regiono bei viso pasaulio ekonomikai, įmonių dividendų politikos pokyčiai tiesiogiai koreliuoja su įmonių akcijų grąža. Plečiant dividendų politiką, galima tikėtis ir akcijų grąžos prieaugio, ir atvirkščiai, tuo atveju kai dividendų politika

yra siaurinama ir rodiklių augimas smunka, akcijų grąža dažnu atveju linkusi taip pat trauktis. Užfiksuotas statistiškai nereikšmingas koreliacijos ryšys minėtais likusiais tyrimo metais 2015 m., 2017 m. ir 2018 m. indikuoja, kad esant stipriems svyravimams pasaulio rinkose, dividendų politikos įtaka akcijų grąžai išbalansuojama ir aptinkamas ryšys kelia abejonių.

6. Rekomenduojama investuotojams teikti prioritetą dividendinėms akcijoms, atsižvelgiant į įmonės dividendų politiką ir jos ilgametę dinamiką. Atrastas stiprus ryšys tarp dividendų politikos ir akcijų grąžos stabilaus rinkos augimo metais indikuoja, kad kuo įmonė labiau linkusi dividendų politikos rodiklius auginti, tuo šios įmonės akcijų grąža linkusi būti pelningesnė. Skatintina keisti požiūrį į dividendines akcijas kaip trumpalaikės strategijos investicijos objektą, atsižvelgti į tai, kad stiprios dividendų politikos besilaikančios įmonės akcijos gali generuoti aukštą investicinę grąžą ilguoju laikotarpiu.
7. Rekomenduojama įmonėms teikti pirmenybę dividendų politikos plėtrai strateginių įmonės planų rengimo metu. Nustatytas stiprus ryšys tarp dividendų politikos ir akcijų grąžos stabilaus rinkos augimo metais leidžia teigti, kad dividendų politika yra puikus instrumentas, siekiant užtikrinti įmonės akcijų vertės ir patikimumo lygį rinkoje.

## LITERATŪROS SARAŠAS

- Al-Mwalla, M., Al-Omari, A. M., Ayad, F. (2010). The Relationship between P/E Ratio, Dividend Yield Ratio, Size and Stock Returns in Jordanian Companies: A Co-integration Approach. *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 49, p. 91-108. Prieiga per internetą: [https://www.academia.edu/29046599/The\\_Relationship\\_between\\_P\\_E\\_Ratio\\_Dividend\\_Yield\\_Ratio\\_Size\\_and\\_Stock\\_Returns\\_in\\_Jordanian\\_Companies\\_A\\_Co\\_integration\\_Approach](https://www.academia.edu/29046599/The_Relationship_between_P_E_Ratio_Dividend_Yield_Ratio_Size_and_Stock_Returns_in_Jordanian_Companies_A_Co_integration_Approach) (žiūrėta 2020 m. spalio 25 d.)
- Anwar, S., Singh, S., Jain, P. K. (2015). Cash Dividend Announcements and Stock Return Volatility: Evidence from India. *Procedia Economics and Finance*, Vol. 30, p. 38-49. doi: 10.1016/S2212-5671(15)01253-8
- Arifai, M., Tran, A. T., Moslehpour, M., Wong, W. K. (2018). Two-tier board system and Indonesian family owned firms performance. *Management Science Letters*, Vol. 8, No. 7, p. 737-754. doi: 10.5267/j.msl.2018.5.0011
- Asem, E. (2009). Dividends and price momentum. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 33, p. 486-494. doi: 10.1016/j.jbankfin.2008.09.004
- Baker, H. K., De Ridder, A. (2018). Payout Policy in Industrial and Financial Firms. *Global Finance Journal*, Vol. 37 (C), p. 138-151. doi: 10.1016/j.gfj.2018.05.005
- Baker, H. K., Dewasiri, N. J., Weerakoon Banda, Y. K., Azeez, A. A. (2018). Dividend policy determinants of Sri Lankan firms: a triangulation approach. *Managerial Finance*. doi: 10.1108/MF-03-2018-0096
- Baker, H. K., Kilincarslan, E., Arsal, A. H. (2018). Dividend policy in Turkey: Survey evidence from Borsa Istanbul firms. *Global Finance Journal*, Vol. 35, p. 43-57. doi: 10.1016/j.gfj.2017.04.002
- Baker, H. K., Singleton, J. C., Veit, E. T. (2011). *Survey Research in Corporate Finance: Bridging the Gap between Theory and Practice*, Oxford University Press, New York, NY. doi: 10.1093/acprof:oso/9780195340372.001.0001
- Baker, H. K., Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, Vol. 41, No. 2, p. 126-144. doi: 10.1108/MF-03-2014-0077

- Bancel, F., Bhattacharya, H., Mittoo, U. R. (2009). Cross-country determinants of payout policy: European firms. *Dividends and Dividend Policy*, John Wiley & Sons, Honoken, NJ, p. 71-93. doi: 10.1002/9781118258408.ch5
- Benartzi, S., Michaely, R., Thaler, R. (1997). Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? *The Journal of Finance*, Vol. 52, No 3, p. 1007-1034. doi: 10.2307/2329514.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and „The Bird in the Hand“ Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1, p. 259-270. doi: 10.2307/3003330
- Black, F. (1976). The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management*, Vol. 2, No. 2, p. 5-8. doi: 10.3905/jpm.1976.408558
- Bolevics, V. (2016). Recent Developments in Latvian Pharma. *Pharma Boardroom*. Prieiga per internetu: <https://pharmaboardroom.com/articles/recent-pharmaceutical-industry-developments-in-latvia/> (žiūrėta 2020 m. lapkričio 2 d.)
- Brunzell, T., Liljeblom, E., Löflund, A., Vaihekoski, M. (2014). Dividend policy in Nordic listed firms. *Global Finance Journal*, Vol. 25, Issue 2, p. 124-135. doi: 10.1016/j.gfj.2014.06.004
- Buchanan, B. G., Cao, C. X., Liljeblom, E., Weihrich, S. (2017). Uncertainty and firm dividend policy – A natural experiment. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 42, p. 179-197. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2016.11.008
- Chazi, A., Theodossiou, A., Zantout, Z. (2018). Corporate payout-form: investors' preference and catering theory. *Managerial Finance*, Vol. 44, No. 12, p. 1418-1433 doi: 10.1108/MF-03-2018-0127
- Chiang, K., Frankfurter, G. M., Kosedag, A., Wood, B. G., Jr (2006). The perception of dividends by professional investors. *Managerial Finance*, Vol. 32. No. 1, p. 60-81. doi: 10.1108/03074350610641875
- Dasilas, A., Leventis, S. (2011). Stock market reaction to dividend announcements: Evidence from the Greek stock market. *International Review of Economics and Finance*, Vol. 20, p. 302-311. doi: 10.2139/ssrn.981885
- David, T., Ginglinger, E. (2016). When cutting dividends is not bad news: The case of optional stock dividends. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 40, p. 174-191. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2016.07.008
- Davis, P. A. (2018). Stock return calculation methods: The how, when and why. *Resources for FinTech Professionals*. Prieiga per internetu: <https://factorpad.com/fin/quant-101/return-calculations.html> (žiūrėta 2020 m. spalio 27 d.).

- DeAngelo, H., DeAngelo, L., Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, Vol. 81, No. 2, p. 227-254. doi: 10.1016/j.jfineco.2005.07.005
- Decamps, J. P., Mariotti, T., Rochet, J.C., Villeneuve, S. (2011). Free Cash Flow, Issuance Costs, and Stock Prices. *The Journal of Finance*, Vol. 66, No. 5, p. 1501-1544. doi: 10.1111/j.1540-6261.2011.01680.x
- Denis, D., Setpanyan, G. (2009). Factors influencing dividends. *Dividends and Dividend Policy*, John Wiley & Sons, Honoken, NJ, p. 55-69. doi: 10.1002/9781118258408.ch4
- Dewasiri, N. J., Weerakoon Banda, Y. K. (2016). Why do companies pay dividends? : A Comment. *Corporate Ownership & Control*, Vol. 13, No. 2, p. 443-453. doi: 10.22495/cocv13i2c2p5
- Edelen, R. M., Warner, J. B. (2001). Aggregate price effects of institutional trading: a study of mutual fund flow and market returns. *Journal of Financial Economics*, Vol. 59, No. 2, p. 195-220. doi: 10.1016/S0304-405X(00)00085-4
- Fama, E. F., French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 2, p. 427-465. doi: 10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x
- Fama, E. F., French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, No. 1, p. 3-56. doi: 10.1016/0304-405X(93)90023-5
- Fama, E. F., French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, p. 3-43. doi: 10.1016/S0304-405X(01)00038-1
- Farrukh, K., Irshad, S., Khakwani, M. S., Ishaque, S., Ansari, N. Y. (2017). Impact of dividend policy on shareholders wealth and firm performance in Pakistan. *Cogent Business & Management*, 4 (1), 1408208. doi: 10.1080/23311975.2017.1408208
- Floyd, E., Li, N., Skinner, D. J. (2015). Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends. *Journal of Financial Economics*, Vol. 118, No. 2, p. 299-316. doi: 10.1016/j.jfineco.2015.08.002
- Frankfurter, G. M., Wood, G. B., Jr (2002). Dividend Policy Theories and their Empirical Tests. *The International Review of Financial Analysis*, Vol. 11, No. 2, p. 111-138. doi: 10.1016/S1057-5219(02)00071-6
- GDP growth (annual %) – Latvia, Lithuania, Estonia. *The World Bank data*. Prieiga per internetą:

<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2019&locations=LV-LT-EE&start=2010> (žiūrėta 2020 m. lapkričio 2 d.)

- Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 41, No. 2, p. 99-105. doi: 10.2307/1927792
- Gwilym, O. A., Clare, A. D., Seaton, J., Thomas, S. (2009). Dividends and momentum. *Journal of Investing*, Vol. 18, No. 2, p. 42-49. doi: 10.3905/JOI.2009.18.2.042
- He, X., Li, M., Shi, J., Twite, G. (2016). Why do firms pay stock dividends: Is it just a stock split? *Australian Journal of Management*, Vol. 41 (3), p. 508-537. doi: 10.1177/0312896214553858
- Hu, M., Chao, C. C., Malone, C., Young, M. (2017). Real determinants of stock split announcements. *International Review of Economics and Finance*, Vol. 51, p. 574-598. doi: 10.1016/j.iref.2017.07.027
- Idris, B. M., Nazri, N. F. I., Ali, S., Rahim, H. A., Kasim, K. (2019). The Impact of Dividend Policy on Shareholders' Wealth: A Case Study of Syariah Compliance Companies. *Journal of Islamic Banking and Finance*, Vol. 36, No. 4, p. 84-96. International Association of Islamic Banks. Prieiga per internetą: <http://islamicbanking.asia/wp-content/uploads/2020/01/Oct-Dec-2019-2-Final.pdf#page=84> (žiūrėta 2020 m. spalio 25 d.).
- Yakubu, I. N. (2019). Revisiting the Factors Influencing Corporate Dividend Policy Decisions: Evidence from Listed Banks in Ghana. *Management & Accounting review*, Vol. 18, No. 3, p. 31-49. doi: 10.24191/mar.v18i3.854
- Yusof, Y., Ismail, S. (2016). Determinants of dividend policy of public listed companies in Malaysia. *Review of International Business and Strategy*, Vol. 26, No. 1, p. 88-99. doi: 10.1108/RIBS-02-2014-0030
- Jurevičienė, D., Bapkauskaitė, G. (2014). Kompleksinis investicinių fondų veiklos vertinimas. *Verslo sistemos ir ekonomika*, Vol. 4 (1), p. 64-77, doi: 10.13165/VSE-14-4-1-06
- Kao, M. F., Hodgkinson, L., Jaafar, A. (2019). Ownership structure, board of directors and firm performance: evidence from Taiwan. *Corporate governance*, Vol. 19, No. 1, p. 189-216. doi: 10.1108/CG-04-2018-0144
- Khanal, A. R., Mishra, A. K. (2017). Stock price reactions to stock dividend announcements: A case from a sluggish economic period. *North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 42, p. 338-345. doi: 10.1016/j.najef.2017.08.002



- Kowerski, M. (2017). Payout Policy of European Companies. *Barometr Regionalny. Analizy i prognozy*, Vol. 3, Issue 49, p. 11-28. Prieiga per internetą: [http://br.wszia.edu.pl/zeszyty/pdfs/br49\\_02kowerski.pdf](http://br.wszia.edu.pl/zeszyty/pdfs/br49_02kowerski.pdf) (žiūrėta 2020 m. gruodžio 23 d.)
- Kvamvold, J., Lindset, S. (2018). Do dividend flows affect stock returns? *Journal of Financial Research*. doi: 10.2139/ssrn.2729284
- Labhane, N. B., Mahakud, J. (2016). Determinants of Dividend Policy of Indian Companies: A Panel Data Analysis. *SAGE Journals*, 20 (I), p. 36-55. doi: 10.1177/0971890716637698
- Li, G. (2016). Growth options, dividend payout ratios and stock returns. *Studies in Economics and Finance*, Vol. 33, No. 4, p. 638-659. doi: 10.1108/SEF-08-2015-0195
- Lietuvos bankas (2015). Lietuvos ekonomikos apžvalga: 2015. Prieiga per internetą: [https://www.lb.lt/uploads/publications/docs/2015.12.15\\_lea\\_lt.pdf](https://www.lb.lt/uploads/publications/docs/2015.12.15_lea_lt.pdf) (žiūrėta 2020 m. lapkričio 1 d.)
- Lietuvos bankas (2016). Lietuvos ekonomikos apžvalga: 2016. Prieiga per internetą: [https://www.lb.lt/uploads/publications/docs/2016.12.19\\_lea.pdf](https://www.lb.lt/uploads/publications/docs/2016.12.19_lea.pdf) (žiūrėta 2020 m. lapkričio 2 d.)
- Lietuvos bankas (2017). Lietuvos ekonomikos apžvalga: 2017. Prieiga per internetą: [https://www.lb.lt/uploads/publications/docs/18367\\_de2b496c8a7462db1ed8c67b92ac89a2.pdf](https://www.lb.lt/uploads/publications/docs/18367_de2b496c8a7462db1ed8c67b92ac89a2.pdf) (žiūrėta 2020 m. lapkričio 2 d.)
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, Vol. 46, No. 2, p. 97-113. Prieiga per internetą: [https://www.jstor.org/stable/1910664?seq=1#metadata\\_info\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/1910664?seq=1#metadata_info_tab_contents) (žiūrėta 2019 m. sausio 25 d.).
- Lotfi, T. (2019). Dividend Policy, Signaling Theory: A Literature Review. *SSRN Electronic Journal*. Prieiga per internetą: [https://www.researchgate.net/publication/332671292\\_Dividend\\_Policy\\_Signaling\\_Theory\\_A\\_Literature\\_Review](https://www.researchgate.net/publication/332671292_Dividend_Policy_Signaling_Theory_A_Literature_Review) (žiūrėta 2020 m. gruodžio 23 d.)
- Miller, H. M., Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, Vol. 34, No. 4, p. 441-433. The University of Chicago Press. Prieiga per internetą: <https://www.jstor.org/stable/2351143> (žiūrėta 2019 m. sausio 13 d.).
- Nasdaq OMX Baltic. Prieiga per internetą: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lt/shares> (žiūrėta 2020 m. gruodžio 26 d.)

- Ngoc, D. B., Cuong, N. C. (2016). Dividend Announcement and Ex-Dividend Effects on Stock Return. *International Journal of Economics and Finance*, Vo. 8, No. 7, p. 207-215. doi: 10.5539/ijef.v8n7p207
- Nwamaka, O. C., Ezeabasili, V. (2017). Effect of Dividend Policies on Firm Value: Evidence from quoted firms in Nigeria. *International Journal of Management Excellence*, Vol. 8, No. 2, p. 956-967. Prieiga per internetą: <http://www.ijmeonline.com/index.php/ijme/article/view/290> (žiūrėta 2019 m. sausio 28 d.).
- OECD (2011). Board Practices: Incentives and Governing Risks. *Corporate Governance, OECD Publishing*. doi: 10.1787/20776535
- Priya, P. V., Mohanasundari, M. (2016). Dividend Policy and Its Impact on Firm Value: A Review of Theories and Empirical Evidence. *Journal of Management Sciences and Technology*, Vol 3, No. 3, p. 59-69. Prieiga per internetą: [https://www.apeejay.edu/aitsm/journal/docs/issue-june-2016/ajmst\\_030306.pdf](https://www.apeejay.edu/aitsm/journal/docs/issue-june-2016/ajmst_030306.pdf) (žiūrėta 2019 m. sausio 28 d.).
- Robinson, C. J. (2006). Dividend Policy Among Publicly Listed Firms in Barbados. *Journal of Eastern Caribbean Studies*, Vol. 31, No. 1. Prieiga per internetą: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2845441](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2845441) (žiūrėta 2019 m. sausio 28 d.).
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8, No. 1, p. 23-40. doi: 10.2307/3003485
- Sarwar, B., Xiao, M., Husnain, M., Naheed, R. (2018). Board financial expertise and dividend-paying behavior of firms: New insights from the emerging equity markets of China and Pakistan. *Management Decision*, Vol. 56, Issue 9, p. 1839-1868. doi: 10.1108/MD-11-2017-1111
- Shefrin, H. (2009). Behavioral explanations of dividends. *Dividends and Dividend Policy*, John Wiley & Sons, Honoken, NJ, p. 179-199. doi: 10.1002/9781118258408.ch11
- Staehr, K. (2015). Economic Growth and Convergence in the Baltic States: Caught in a Middle-Income Trap? *Intereconomics*, Vol. 50, No. 5, p. 274-280. doi: 10.1007/s10272-015-0551-1
- U.S. Securities and Exchange Commission. (2017). Ex-Dividend Dates: When Are You Entitled to Stock and Cash Dividends. Prieiga per internetą: <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/ex-dividend-dates-when-are-you-entitled-stock-and> (žiūrėta 2020 m. gruodžio 24 d.)
- Vertybinių popierių birža Nasdaq OMX Vilnius. (2010). *Įmonių finansinė analizė: rodiklių skaičiavimo metodika*. Vilnius. ISBN 978-609-95195-0-0

- Wijekoon, W. M. S. S. (2019). Impact of Dividend Policy on Firm Performance Evidence from listed Companies in Colombo Stock Exchange. *Global Scientific Journals*, Vo. 7, No. 10, p. 225-239. Prieiga per internetą: <http://www.globalscientificjournal.com/researchpaper/IMPACT-OF-DIVIDEND-POLICY-ON-FIRM-PERFORMANCE-EVIDENCE-FROM-LISTED-COMPANIES-IN-COLOMBO-STOCK-EXCHANGE.pdf> (žiūrėta 2020 m. spalio 25 d.)
- Williams, J. (1938). *The Theory of Investment Value*. North-Holand Publishing Company, Amsterdam. Prieiga per internetą: <https://archive.org/details/in.ernet.dli.2015.225177/page/n5> (žiūrėta 2019 m. sausio 25 d.).
- Žvirblis, A., Rimkevičiūtė, V. (2012). Lietuvos investicinių fondų rodiklių ir makroveiksnių vertinimas. *Socialinių mokslų studijos*, 4(1): p. 111-123

# BALTIJOS AKCIJŲ BIRŽOJE LISTINGUOJAMŲ ĮMONIŲ DIVIDENDŲ POLITIKOS ĮTAKA AKCIJŲ GRAŽAI

**Jonė MASIULYTĖ**

**Magistro baigiamasis darbas**

*Finansų ir bankininkystės magistro programa*

Vilniaus Universitetas, Ekonomikos ir verslo administravimo fakultetas

Vadovas – doc. dr. Al. Laurinavičius, 2020

## **SANTRAUKA**

95 puslapiai, 26 lentelės, 19 paveikslų, 68 šaltiniai.

Siekiant būti pelningu ir konkurencingu ūkio vienetu itin svarbu užtikrinti įmonės akcijų patrauklumo rinkoje ir pasitikėjimo įmone lygį. Kiekvienas verslas didžiausia dėmesį turėtų koncentruoti tvaraus ryšio kūrimui su jau esamais bei potencialiais akcininkais, nes nuo to priklauso įmonės generuojamas pelnas ateityje. Dividendų politika yra viena iš pagrindinių priemonių, kuri tinkamai įgalinta gali padėti greitai ir tiesiogiai ištransliuoti teigiamą informaciją apie įmonės būklę suinteresuotoms šalims išorėje, taip didinant įmonės akcijų investicinį patrauklumą. Prieš priimant sprendimus tiek mokėti dividendus, tiek investuoti į akcijas, mokančias dividendus, itin svarbu suprasti kaip dividendų politikos pasikeitimas ilgainiui veikia akcijų grąžą.

Darbo tikslas: nustatyti Baltijos akcijų biržoje listinguojamų įmonių dividendų politikos įtaką akcijų grąžai.

Darbo struktūra: pirmojoje darbo dalyje nagrinėjama dividendų samprata, pagrindinės dividendų politikos teorijos, mokslinių tyrimų rezultatai dividendų politikos formavimo aspektu. Antroji dalis skirta dividendų politikos poveikio akcijų grąžai priemonių ir metodų tyrimui bei Baltijos akcijų rinkos aplinkos analizei. Trečiojoje dalyje įvertinami Baltijos akcijų biržoje listinguojamų įmonių dividendų politikos įtakos akcijų grąžai tyrimo rezultatai ir pateikiamos rekomendacijos įmonėms bei investuotojams nustatyto dividendų politikos ryšio su akcijų grąža aspektu.

Tyrimo rezultatai atskleidė statistiškai reikšmingą ryšį tarp pagrindinių dividendų politikos rodiklių pokyčių - dividendų pajamingumo, dividendų išmokėjimo rodiklio ir dividendų tenkančių vienai akcijai, ir atitinkamai suformuotų investicinių portfelių grąžos stabiliaus

ekonomikos augimo metais. Statistiškai nereikšmingas ryšys tarp dividendų politikos ir Baltijos šalių įmonių akcijų grąžos buvo nustatytas stiprių svyravimų pasaulio rinkose periodu.

# **IMPACT OF DIVIDEND POLICY OF COMPANIES LISTED IN OMX BALTIC STOCK EXCHANGE TO THE STOCK PERFORMANCE**

**Jonė MASIULYTĖ**

**Paper for the Master's degree**

***Finance and Banking Master's Program***

Vilnius University, Faculty of Economics and Business Administration

Supervisor – doc. dr. Al. Laurinavičius, 2020

## **SUMMARY**

95 pages, 26 charts, 19 pictures, 68 references.

In order to be a profitable and competitive economic unit, it is crucial to ensure the level of attractiveness of the company's shares in the market and confidence in the company. Every business should focus on building a sustainable relationship with existing and potential shareholders, as the future profits of the company depend on it. Dividend policy is one of the key tools that can help to quickly and directly broadcast positive information about a company's position to external stakeholders, thus increasing the investment attractiveness of a company's stock. Before making decisions about both paying dividends and investing in shares that pay dividends, it is crucial to find out how the dividend policy shift affects the stock return in the long run.

The aim of the paper: to determine the impact of the dividend policy of companies listed in OMX Baltic Stock Exchange to the stock performance.

The structure of the paper: the first part of the work deals with the concept of dividends, the main theories of dividend policy, theoretical research results in company profit allocation decisions and forms of distribution. The second part is devoted to the study of tools and methods of the impact of dividend policy on stock returns in OMX Baltic Stock Exchange and the analysis of the Baltic stock market environment. The third section summarizes the results of Baltic stock market research defining the affect of dividend policy changes on stock performance.

The results of the study revealed a statistically significant relationship between the main indicators of the dividend policy – the change in dividend yield, dividend payout ratio and dividends per share, and the returns on formed investment portfolios during the years of stable

and healthy growing regional and global economy. A statistically insignificant relationship between dividend policy and stock performance of the companies listed in OMX Baltic Stock Exchange was found during the years of strong volatility in world markets and global economy fluctuations.