

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**ANALIZA DIVIDENDNIH POLITIK SLOVENSКИH JAVNIH
DELNIŠKIH DRUŽB V ČASU SVETOVNE FINANČNE KRIZE**

Ljubljana, september 2016

ŠPELA GRM

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Špela Grm, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Analiza dividendnih politik slovenskih javnih delniških družb v času svetovne finančne krize, pripravljenega v sodelovanju s svetovalko izredno profesorico dr. Sergejo Slapničar

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravila samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne 15.9.2016

Podpis študentke: _____

KAZALO

UVOD	1
1 TEORIJA POLITIKE DIVIDEND	4
1.1 Osnove in ozadje politike dividend	4
1.1.1 Zgodovina dividendne politike	5
1.1.2 Metode merjenja dividend	6
1.1.3 Oblike izplačil podjetij	7
1.1.4 Dejavniki, ki vplivajo na politiko dividend	9
1.2 Tri teorije politike dividend	13
1.2.1 Teorija pozitivnega vpliva dividendne politike	14
1.2.2 Teorija negativnega vpliva dividendne politike	15
1.2.3 Teorija nevtralnosti dividendne politike	17
1.3 Preostale hipoteze in teorije politike dividend	18
1.3.1 Davki in učinek strank	18
1.3.2 Stroški agentov in teorija prostega denarnega toka	19
1.3.3 Asimetričnost informacij in teorija signaliziranja	21
1.3.4 Vedenjske razlage dividendne politike	22
1.3.5 Dividendna teorija zadovoljevanja investorjev	22
1.3.6 Teorija življenjskega cikla dividendne politike	23
1.3.7 Politika preostalega dobička in oblikovanje dividendne politike v praksi	25
2 GLOBALNA FINANČNA KRIZA	26
2.1 Anatomija finančne krize	26
2.2 Razvoj globalne finančne krize in njen vpliv na gospodarstvo	28
2.3 Finančno-gospodarska kriza v Sloveniji in njen vpliv na trg kapitala	30
3 PREGLED EMPIRIČNIH RAZISKAV DIVIDENDNE POLITIKE	34
3.1 Empirične raziskave teorije življenjskega cikla dividendne politike	34
3.2 Empirične raziskave v času globalne finančne krize	36
3.3 Dosedanje raziskave politike dividend v Sloveniji	39
4 EMPIRIČNA ANALIZA VPLIVA FINANČNE KRIZE NA POLITIKO DIVIDEND	40
4.1 Utemeljitev hipotez	40
se nadaljuje	44
4.2 Metoda	45
4.3 Vzorec in podatki	48
4.4 Merjenje spremenljivk	50
4.5 Deskriptivna statistika	51
4.6 Rezultati preverjanja modela	61
4.7 Razprava	66

SKLEP.....	67
LITERATURA IN VIRI.....	71
PRILOGE	

KAZALO TABEL

Tabela 1: Opis spremenljivk, uporabljenih v analizi.....	44
Tabela 2: Seznam podjetij v analiziranem vzorcu.....	49
Tabela 3: Število podjetij, ki so zamenjala svoj dividendni status (tj. začela s plačevanjem ali opustila plačevanje) v obdobju 2007–2013.....	52
Tabela 4: Povprečje spremenljivk vzorca za podjetja, ki so dividende izplačevala ter za podjetja, ki dividend niso izplačevala v obdobju 2007–2013.....	58
Tabela 5: Povprečje spremenljivk vzorca v obdobju pred začetkom finančne krize (leto 2007) in v obdobju finančne krize (2008–2013).....	59
Tabela 6: Pearsonova korelacijska matrika med spremenljivkami modela s stopnjo izplačila dividend kot odvisno spremenljivko za slovenske javne delniške družbe v letih 2007–2013	60
Tabela 7: Pearsonova korelacijska matrika med spremenljivkami modela z dividendno donosnostjo kot odvisno spremenljivko za slovenske javne delniške družbe v letih 2007–2013	61
Tabela 8: Rezultati združene regresije vpliva finančne krize na slovenska podjetja z odvisno spremenljivko stopnja izplačila dividend	62
Tabela 9: Rezultati združene regresije vpliva finančne krize na slovenska podjetja z odvisno spremenljivko dividendna donosnost	63

KAZALO SLIK

Slika 1: Analiza življenjskega cikla dividendne politike	24
Slika 2: Število podjetij dvigovalcev, zniževalcev, pobudnikov in ukiniteljev izplačil dividend v tekočem letu glede na predhodno leto ter skupno število opazovanih podjetij v letih 2008–2013.....	53
Slika 3: Absolutno izplačane dividende, seštevki tržnih vrednosti podjetij ter povprečna dividendna donosnost opazovanih podjetij v letih 2007–2013 (v mio €).....	53
Slika 4: Absolutno izplačane dividende, seštevki dobičkov opazovanih podjetij ter povprečna stopnja izplačil dividend podjetij v letih 2007–2013 (v mio €)	55
Slika 5: Gibanje agregatnih dividend in dobičkov v letih 2007–2013 (v mio €)	56
Slika 6: Povprečni denar v skupnih sredstvih podjetja, ROA in rasti prihodkov na podjetje v letih 2007–2013 (v mio € oziroma v %)	57

UVOD

Razlaga politike dividend kljub večdesetletnim raziskavam faktorjev, ki vplivajo na dividendno politiko podjetij, ter povezav med njimi še vedno predstavlja enega večjih izzivov za ekonomiste. Večina ekonomistov imenuje problem razlage dividend kar dividendna uganka in se strinja z dejstvom, da bo potrebno še precej teoretičnega in empiričnega raziskovanja, preden bo dosežen konsenz glede politike dividend (Bhattacharyya, 2007).

Teorije dividendne politike lahko razdelimo na dve področji, in sicer na temeljne in izpeljane teorije. Temeljne teorije so tiste, ki preučujejo vpliv politike dividend na tržno vrednost podjetja in se delijo na teorijo pozitivnega vpliva (t.i. teorija vrabca v roki – Gordon-Lintnerjeva teorija), teorijo negativnega vpliva (teorija davčnega efekta) ter teorijo nevtralnosti Millerja in Modiglianija. Izpeljane teorije analizirajo dejavnike, ki vplivajo na dividendno politiko podjetij v razmerah nepopolnega trga kapitala. Večje med temi so po Bakerju in Weigandu (2015) teorija stroškov agentov in prostega denarnega toka, teorija asimetričnosti informacij in signaliziranja, učinek davkov in klientov, vedenjski (behavioristični) modeli, teorija življenjskega cikla podjetja in teorija zadovoljevanja investitorjev (angl. *the catering theory*).

Teorija življenjskega cikla podjetja je po mnenju Bakerja in Weiganda (2015) edina teorija, ki je splošno podprta z empiričnimi analizami tako na podjetjih v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA) kot tudi na podjetjih drugje po svetu. To teorijo sta s svojimi razlagami dividendne politike implicitno potrdila že Fama in French (2001), eksplicitno so jo pod tem imenom prvi potrdili DeAngelo, DeAngelo in Stulz (2006), na podjetjih izven ZDA pa sta jo potrdila tudi Denis in Osobov (2008). Ključne predpostavke modela življenjskega cikla izplačevanja dividend v podjetju so, da imajo zrela podjetja (večja, bolj dobičkonosna podjetja, kjer zadržani dobički predstavljajo večji del lastnega kapitala) večjo nagnjenost k plačevanju dividend zaradi rastočih stroškov ohranjanja oziroma vse nižjih možnosti rasti (Denis in Osobov, 2008). Podjetja svojo dividendno politiko torej določijo glede na tisto izmed petih razvojnih stopenj (novoustanovljeno podjetje, hitra ekspanzija, hitra rast, zrela rast in zaton), v kateri se nahajajo. Hitro rastoča podjetja z velikim izborom potencialno dobrih investicijskih projektov običajno ne izplačujejo dividend, medtem ko stabilna podjetja z večjimi denarnimi tokovi in relativno malo investicijskimi projekti izplačujejo višje dividende (Damodaran, 2011). Informacijska asimetrija med notranjimi in zunanjimi investitorji pri mladih, relativno nepoznanih podjetjih naj bi povzročila visoko ceno zunanjega kapitala, hkrati pa tako podjetje nima dovolj denarnih tokov, da bi zadostilo svojim investicijskim potrebam. To kaže na to, da se mlado podjetje financira iz zunanjih virov in se torej sooča z visokim stroškom kapitala. Ko je podjetje starejše, bolj zrelo in tudi bolj poznano pri investitorjih, je asimetrija informacij manjša, manjši je strošek kapitala za podjetje, podjetje ima manj potreb po

zadrževanju dobičkov in večjo sposobnost izplačevanja dividend. Problem agentov ter stroškov prostega denarnega toka se povečuje v velikih delniških družbah z razpršitvijo lastništva in manjšanjem direktnega nadzora delničarjev nad managementom oziroma postane pomemben v zreli stopnji življenjskega cikla podjetja. Ko se podjetje stara, ustvarja več denarnega toka kot ga lahko dobičkonosno investira in optimalna dividendna politika se spremeni v princip »investirati manj in delničarjem izplačevati več« (Bulan & Subramanian, 2009).

Na modelu življenjskega cikla dividendne politike je vpliv finančne krize na verjetnost izplačevanja dividend dokazal Hauser. Med finančno krizo, ko je na trgu pomanjkanje kapitala ter povečano finančno tveganje, naj bi podjetja varčevala oziroma prihranila denar – dvignila razmerje med denarnimi sredstvi v celotnih sredstvih, s čimer naj bi se izognila najemanju kreditov na ohromelih kreditnih trgih ter tako preživela recesijo. Testiral je, ali je nagnjenost podjetja k plačevanju dividend ter povečana verjetnost znižanja oziroma ukinitve dividend večja, kot je pojasnjena s finančnim stanjem podjetja. Ugotovil je, da se je verjetnost za plačevanje dividend v letih 2008 in 2009 zmanjšala ter da se je bistveno povečala verjetnost ukinitve oziroma znižanja dividend. Poleg tega visoko denarno razmerje pred krizo ni imelo pomembnega vpliva na verjetnost znižanja dividende, po krizi pa so nizka denarna razmerja povečala verjetnost znižanja dividend. S tem je dokazal ključni pomen denarja po krizi ter spremembo dividendne politike zaradi finančne krize. Rezultati analize kažejo na to, da finančna sposobnost podjetja med krizo vpliva na odločitev podjetja o nadaljnjem plačevanju ali zmanjšanju/ukinitvi plačevanja dividende. Navedeno nakazuje na to, da je ohranjanje oziroma dvig denarnega razmerja v času krize bolj pomembno od ohranjanja dividendne politike (Hauser, 2013).

Tudi iz raziskave dividendne politike na slovenskih podjetjih Tilna Zugwitza je razvidno, da so v Sloveniji podjetja, ki izplačujejo dividende, relativno večja, stabilnejša, z višjo donosnostjo sredstev (Zugwitz, 2003). Navedena raziskava prav tako posredno potrjuje ustreznost nekaterih spremenljivk modela življenjskega cikla podjetja za pojasnjevanje politike dividend slovenskih podjetij.

Obstaja kar nekaj možnih razlag, kako bi lahko finančna kriza vplivala na plačevanje dividend. Prva je, da želi podjetje delničarjem sporočiti, da kriza nanj ne vpliva in zato ne spremeni politike dividend. S tem želi vzpostaviti zaupanje v trenutni in prihodnji finančni položaj podjetja in s tem delničarje prepričati, jim signalizirati, da ni potrebe po prodaji deležev v podjetju. Po teoriji stroškov agentov naj bi nezaupanje delničarjev v management v času zmanjševanja dobrih investicijskih priložnosti pripeljalo oziroma izsililo višje dividende. Nasprotna razlaga pa sledi Richardu Hauserju (2013) in pravi, da podjetje med finančno krizo prihrani denar, ki bi ga sicer porabilo za izplačilo dividend. S tem se izogne najemanju kreditov na nelikvidnem bančnem trgu ter tako preživi recesijo (Hauser, 2013).

Namen naloge je sistematično predstaviti teoretično široko ozadje dividendne politike podjetij ter empirične raziskave s tega področja, s posebnim poudarkom na empiričnih raziskavah dividendne politike v času globalne finančne krize. S tem želim pokazati, kako so avtorji teoretična izhodišča politike dividend uporabili v empiričnih analizah dejavnikov v času globalne finančne krize, ter postaviti osnovo za izgradnjo lastnega modela. Ta preverja, ali so slovenska podjetja na finančno krizo in pomanjkanje likvidnosti v gospodarstvu odreagirala s spremembo politike dividend. Cilj empirične raziskave je z lastno regresijsko analizo na podatkih slovenskih javnih delniških družb ugotoviti, ali je finančna kriza vplivala na dividendno politiko podjetij. Cilj magistrske naloge je torej odgovoriti na vprašanje, ali slovenska podjetja, soočena s finančno krizo, prilagajajo svojo dividendno politiko.

Magistrsko delo je sestavljeno iz dveh delov. Prvi del, ki predstavlja teoretično ozadje magistrske naloge, ima tri vsebinske sklope. V prvem sklopu je analiza teorij politike dividend. V drugem vsebinskem sklopu so predstavljeni splošna definicija finančne krize, proces razvoja zadnje globalne finančne krize od krize na trgu nepremičninskih posojil pa do globalne finančne in ekonomske krize ter odraz krize v Sloveniji. Tretji sklop je namenjen pregledu obstoječih raziskav, predvsem tistih, ki kombinirajo dividendne politike in finančno krizo. Drugi del magistrske naloge predstavlja empirična analiza. Tu so opredeljeni model, hipoteze, vzorec podatkov, opazovano obdobje in spremenljivke. V nadaljevanju je predstavljena deskriptivna analiza ter analiza rezultatov modela.

Prvo poglavje naloge vsebuje pregled obstoječe strokovne literature. Tu je najprej predstavljena zgodovina politike dividend kot pomemben del pri orisu razvoja dividendne politike, od začetka izplačevanja pa do danes. Nato so opredeljene metode merjenja dividend, oblike izplačil podjetij, ki obstajajo poleg dividend in v zadnjih desetletjih postajajo vse pomembnejše, ter dejavniki, ki na politiko dividend v podjetjih vplivajo in so bistveni za razumevanje, zakaj podjetja dividende sploh izplačujejo. V nadaljevanju so predstavljene tri teorije politike dividend kot osnova, iz katere so izvedene vse ostale teorije, tako imenovane izpeljane hipoteze in teorije politike dividend, ki so v zaključku prvega dela prav tako bolj podrobno opredeljene.

V drugem poglavju je na kratko obrazloženo teoretično ozadje finančne krize oziroma sama anatomija finančne krize s splošno dinamiko in dejavniki. V nadaljevanju je konkretno predstavljena kriza v letih 2007–2009 v ZDA ter njena hitra razširitev iz omejenega vpliva v ZDA na obsežni vpliv na vsa svetovna gospodarstva. V sklepu drugega dela sem predstavila finančno-gospodarsko krizo v Sloveniji in njen vpliv na specifičen trg slovenskega kapitala. S tem sem želela povezati finančno krizo z njenimi vplivi na gospodarstvo in sama podjetja ter posledično tudi na dividendno politiko teh podjetij. Želela sem pokazati, da v Sloveniji obstajajo določene specifike tako v povezavi s finančno krizo kot tudi s finančnimi trgi, slednje predvsem kot posledico posebnosti zgodovinskega

razvoja teh trgov. Hkrati sem želela vzpostaviti logično povezavo med prvim in tretjim sklopom magistrskega dela.

Tretje poglavje je namenjeno pregledu dosedanjih empiričnih raziskav. Najprej so predstavljene raziskave, ki se nanašajo na teorijo življenjskega cikla dividendne politike, ki je ključna v nadaljnji empirični analizi dividendne politike slovenskih podjetij. V nadaljevanju so predstavljene raziskave, ki proučujejo vpliv finančne krize na politiko dividend podjetij z bolj podrobno opredeljeno Hauserjevo (2013) raziskavo. Za zaključek tega dela pa so predstavljene še nekatere raziskave dividendne politike slovenskih podjetij, pri čemer teh raziskav v povezavi s finančno krizo v Sloveniji še ni bilo.

V četrtem poglavju je prikazana empirična raziskava vpliva finančne krize na dividendno politiko slovenskih podjetij. Analiza temelji na izbranih podatkih iz javno objavljenih računovodskih podatkov letnih poročil ter izračunanih kazalnikov javnih delniških družb. V uvodu so predstavljene hipoteze, vzorec in opazovane spremenljivke ter model. V nadaljevanju je grafično in tabelarično prikazana deskriptivna statistika. V zaključku pa so predstavljeni rezultati modela združene (angl. *pooled*) regresije na združenih podatkih med letoma 2007 in 2013 ter rezultati vpliva finančne krize na dividendno politiko podjetij.

1 TEORIJA POLITIKE DIVIDEND

1.1 Osnove in ozadje politike dividend

Po teoriji poslovnih financ je cilj managementa ustvarjanje vrednosti za delničarje oziroma maksimiranje njihovega vložka v podjetje. Med ekonomisti kljub številnim teorijam in empiričnim raziskavam dividendnih politik še vedno teče razprava o tem, ali ima politika dividend pri maksimiranju premoženja podjetja kakršno koli vlogo. Ob tem je z dividendno politiko mišljena politika izplačevanja, ki ji podjetje sledi pri določanju velikosti in načinu distribucije denarja lastnikom čez daljše časovno obdobje (Baker & Weigand, 2015).

Vodstvo podjetja se mora v grobem odločati o dveh širokih kategorijah, in sicer o investicijah in financiranju podjetja. Investicijske odločitve določajo obseg in obliko sredstev, ki jih podjetje želi imeti, odločitve o financiranju pa so povezane s pridobivanjem sredstev v obliki dolga ali kapitala tako za financiranje poslovanja kot tudi za investicije (Baker, 2009). Ob zaključku vsakega leta se mora torej vodstvo odločiti, ali bo denar, ki je podjetju ostal od poslovanja, reinvestiralo nazaj v podjetje, ali pa ga bo vrnilo delničarjem. Koliko tega denarja bodo podjetja vrnila lastnikom, je odvisno od tekočih in potencialnih investicijskih projektov, na kakšen način bodo denar vrnila pa od tega, kakšni obliki izplačila dajejo delničarji prednost (Damodaran, 2011). Distribucija denarja se tako lahko

zgodi preko denarnih dividend, odkupov lastnih delnic ali imenovanja posebnih dividend (Baker & Weigand, 2015).

V nadaljevanju bom na kratko predstavila zgodovino dividend in dividendne politike, metode merjenja dividend, vse načine izplačila podjetij ter dejavnike, ki vplivajo na politiko dividend.

1.1.1 Zgodovina dividendne politike

Zgodovina in evolucija dividendnih izplačil sta povezani z delniško družbo kot obliko podjetja. Politika delitve dobičkov podjetja preko dividend je bila enako pomembna v preteklih stoletjih pri oblikovanju skupnih vlaganj, kot je za vodstvo podjetja danes. Dividendna politika se je razvijala in prilagajala spremembam na trgih, spremembam v zakonodaji ter spremembam poslovnih politik in pogojev. Veliko teh sprememb je povezanih s spoznanjem vodstev podjetij, da obstaja povezava med dividendno politiko in ostalimi pogoji delovanja delniške družbe, kot je pomen izplačila dividend pri pridobivanju novega lastniškega kapitala, šibka povezava med ceno delnice in dividendnimi izplačili, pomen glajenja dividend ter vse večji pomen odkupov lastnih delnic v primerjavi z denarnimi dividendami, predvsem zaradi njihove fleksibilnosti (Benrud, 2009).

V obdobju od 16. do 18. stoletja se je oblikovalo kar nekaj ključnih elementov politike distribucije dobičkov. Vprašanja pravičnosti, odgovornosti, obveznosti oziroma dolžnosti ter prevar in goljufij so bila namreč enako pomembna, kot so danes. Prve oblike delniških družb so bile kratkotrajna vlaganja običajno v pomorske in trgovske odprave, ki so se končale z likvidacijo tako dobičkov kot tudi kapitala. Investitorji so prejeli izkupiček, ki je bil sorazmeren njihovim vložkom. Na začetku 17. stoletja so delniške družbe trajale dlje časa in so že izplačevale dividende samo od dobičkov. Pri tem so bila dividendna izplačila za investitorje izredno pomembna, do konca stoletja pa so začeli dajati manj poudarka dividendam. Sledilo je obdobje intenzivne špekulacije in posledično velik padec cen delnic, zaradi česar so v Angliji leta 1720 sprejeli zakon (angl. *Bubble Act*), ki je onemogočil ustanovitev delniške družbe brez dovoljenja vlade oziroma kralja (Benraud, 2009).

Ponovni vzpon delniških družb se je začel v Angliji in ZDA na začetku 19. stoletja z velikimi potrebami po kapitalu za gradnjo železnic in prekopov, pri čemer je bil večinoma britanski kapital tisti, ki je zagotavljal zadostni vir sredstev za širitev. Ukinitve pred stoletjem sprejetih restrikcij je pripeljala do povečanja števila delniških družb ter do ponovnega povečanja pomembnosti dividendnih izplačil. 19. stoletje je pripeljalo tudi nekaj inovacij, kot so prednostne delnice ter prizadevanje managementa za glajenje dividend. Z rastjo ekonomije v 20. stoletju je pomen pridobila povezava med izplačanimi dividendami in vrednostjo delnice, povečala pa so se tudi izplačila in glajenje dividend.

Kljub prizadevanjem managementa za glajenje dividend se je skozi preteklo stoletje pokazala precejšna nestanovitnost oziroma variabilnost, tako pri stopnji izplačila dividend kot tudi pri dividendni donosnosti (Benrud, 2009).

1.1.2 Metode merjenja dividend

Damodaran (2011) pravi, da običajno merimo dividende, ki jih podjetje izplačuje, na enega izmed dveh načinov.

Prvi način je **dividendna donosnost**, ki predstavlja razmerje med izplačano dividendo in ceno delnice (Benrud, 2009). Dividendno donosnost po Damodaranu (2011) lahko zapišemo s sledečo enačbo (1):

$$\text{dividendna donosnost} = \text{vrednost letnih dividend na delnico} / \text{cena na delnico} \quad (1)$$

Je mera, ki pokaže, koliko denarja investitor prejme na vloženo enoto v lastniški kapital (Damodaran, 2011; Dividend yield, b.l.). Damodaran (2011) jo označuje kot pomembno, saj prikazuje tisti del skupnega donosa, ki izhaja iz dividend. Skupaj z dvigom cene delnice predstavlja pričakovano donosnost delnice, ki je prikazana v enačbi (2):

$$\text{pričakovana donosnost delnice} = \text{dividendna donosnost} + \text{dvig cene delnice} \quad (2)$$

Nekateri investitorji uporabljajo dividendno donosnost kot mero za tveganje ter kot mero za investicijska vlaganja – vlagajo v delnice z visoko dividendno donosnostjo, ki prinašajo dodatni donos tudi po prilagoditvi tveganja in tržne dejavnosti (Damodaran, 2011).

Druga široko uporabljena mera je po Damodaranu (2011) **stopnja izplačila dividend**, ki je prikazana v enačbi (3):

$$\text{stopnja izplačila dividend} = \text{dividende} / \text{dobiček} \quad (3)$$

Uporablja se za oceno prihodnjih dividend, saj večina projekcij prikazuje rast dobička in ne rasti dividend. Stopnja zadržanega dobička, prikazana v formuli (4)

$$\text{stopnja zadržanega dobička} = 1 - \text{stopnja izplačila dividend} \quad (4)$$

predstavlja stopnjo reinvestiranja podjetja in je uporabljena za oceno prihodnjih stopenj rasti dobička. Podjetja z visoko stopnjo zadržanega dobička (oziroma nizko stopnjo izplačila dividend) imajo na splošno višje stopnje rasti dobička (Damodaran, 2011).

1.1.3 Oblike izplačil podjetij

Podjetja lahko izplačujejo dividende v denarni obliki oziroma iz prostega denarnega toka preko denarnih dividend oziroma odkupa lastnih delnic. To sta dva glavna mehanizma, s katerima podjetja distribuirajo denar lastnikom. V praksi pa obstajajo tudi druge oblike, kot so izplačilo dividend v obliki delnic, cepitev delnic in načrti reinvestiranja dividend.

Podjetje za izplačila delničarjem potrebuje denar, ki ga najpogosteje pridobi preko ustvarjenega prostega denarnega toka. Ob tem je prost denarni tok definiran kot količina denarja, ki je na voljo za distribucijo investitorjem po stroških, davkih in potrebnih vlaganjih v obratni kapital in osnovna sredstva. S tem je vir prostega denarnega toka odvisen od investicijskih priložnosti podjetja ter učinkovitosti podjetja pri realizaciji teh priložnosti. Hitro rastoče podjetje, ki ima na voljo veliko potencialnih investicijskih projektov in vanje tudi vlaga, ima lahko negativni prosti denarni tok, kljub temu da je dobičkonosno. Ko se v dobičkonosnem, zrelem podjetju hitra rast začne ustavljati, podjetje generira velike količine prostega denarnega toka, ki ga lahko porabi na več načinov. (Brigham & Daves, 2013).

Denarne dividende se izplačujejo kot redne, izredne ali likvidacijske dividende. Redne dividende se v ZDA običajno izplačujejo četrtletno ter se, če pogoji poslovanja to dovoljujejo, dvignejo enkrat letno (Brigham & Daves, 2013). Podjetja preostalih držav običajno izplačujejo polletne oziroma letne dividende (Damodaran, 2011). Druga vrsta denarnih dividend so izredne dividende, ki jih podjetja izplačajo takrat, ko želijo delničarjem enkratno izplačati akumuliran denar (npr. iz poslovanja ali od prodaje sredstev), brez pričakovanja nadaljnjih oziroma ponavljajočih se izplačil s strani prejemnikov (Baker, 2009). Likvidacijske dividende so izplačane iz kapitala, običajno ob likvidaciji družbe, in ne iz dobička iz poslovanja oziroma zadržanih dobičkov kot redne dividende (Damodaran, 2011; Liquidating dividend, b.l.). Izplačilo denarnih dividend gre v breme kapitala, ki se v podjetju ob izplačilu teh zmanjša. Hkrati se poveča tudi finančni vzvod, izračunan kot razmerje med vsemi dolžniškimi obveznostmi in kapitalom (Zugwitz, 2013).

Odkup lastnih delnic se zgodi takrat, ko se podjetja namesto za izplačilo dividend odločijo za izplačilo dobička v obliki odkupa lastnih navadnih delnic. Motivi za odkup lastnih delnic so poleg zakonodaje in davkov, stroškov agentov prostega denarnega toka in signalizacije ter podcenjenosti podjetja, ki so implicitno obrazloženi v nadaljevanju, lahko še drugi. To so: struktura kapitala – podjetje želi povečati svoj finančni vzvod in to stori z izdajo dolga, nato pa z uporabo dobička odkupi lastne delnice; delniške opcije zaposlenih – z naraščanjem popularnosti delniških opcij, podeljenih v obliki kompenzacijskih paketov zaposlenim, podjetja vse pogosteje odkupujejo lastne delnice, ki jih nato prodajo zaposlenim ob koriščenju kompenzacijskih paketov; odvrčanje prevzemov – vodstvo

skuša z odkupi in posledičnim povečanjem vrednosti preostalih delnic odvrniti sovražne prevzeme in presežek denarja, ki lahko nastane zaradi enkratnega pritoka denarja (npr. prodaje dela podjetja) ali zaradi generiranja večjega prostega denarnega toka, kot ga podjetje potrebuje za servisiranje dolga (Brigham & Daves, 2013; Hsieh & Wang, 2009b).

Obstaja pet mehanizmov odkupa lastnih delnic. To so: javno zbiranje ponudb s fiksno ceno, v katerem podjetje specificira število delnic, ki jih namerava odkupiti, njihovo ceno in časovno obdobje; javno zbiranje ponudb z nizozemsko avkcijo, ki je v osnovi enako javnemu zbiranju ponudb s fiksno ceno, le da družba specificira razpon cene za odkup; odkup na odprtem trgu preko borznega posrednika, kjer podjetje v nasprotju z obema tenderjema ni zavezano odkupiti nobene delnice; ciljani odkup delnic, kjer gre za odkup bloka delnic enega samega delničarja na podlagi pogajanj; prenosljiva prodajna opcija, ki daje delničarju možnost prodaje ene delnice nazaj podjetju po vnaprej določeni ceni znotraj določenega obdobja (Brigham & Daves, 2013; Hsieh & Wang, 2009a).

Med preostale oblike delitve premoženja oziroma politike dividend avtorji štejejo izplačila dividend v obliki delnic, cepitev delnic ter združitve delnic, ki je obratna od cepitve. Posebna oblika so še načrti reinvestiranja dividend. Prve tri predstavljajo proces spremembe števila delnic javne delniške družbe, ki je po Bakerju (2009) le kozmetični popravek, zato so njegove koristi za podjetje vprašljive. Načrti reinvestiranja dividend v nasprotju s predhodnimi tremi mehanizmi predstavljajo relativno poceni možnost investiranja za vlagatelje ter alternativno obliko financiranja za podjetja, ki pa imajo svoje prednosti in slabosti (Baker, 2009).

Cepitev delnic se zgodi takrat, ko se vodstvo podjetja podeli obstoječim delnicam nove delnice. Običajno je izražena kot razmerje, npr. dve za eno, kjer delničar za vsako obstoječo delnico v njegovi lasti prejme dodatno delnico. Ob tem se posameznemu delničarju proporcionalno lastništvo ne spremeni (Michayluk, 2009). V finančnih krogih obstaja prepričanje, da bo znotraj optimalnega cenovnega razpona delnice vrednost podjetja maksimizirana (Brigham & Daves, 2013). Fenomen tega procesa je, da je nova cena delnice običajno višja, kot bi pričakovali ob delitvi stare vrednosti delnic z novim številom delnic. Alternativna hipoteza informacijskega signaliziranja pravi, da vodstvo uporablja cepitev delnic takrat, kadar želi trgu prenesti informacije glede ugodnega trenutnega in bodočega poslovanja in ne samo zaradi optimalnega razpona trgovanja. Ta argument ustreza pozitivni reakciji trga ter povečanju prihrankov oz. dividend v času cepitve (Michayluk, 2009).

Združitev delnic predstavlja obratni proces od cepitve in predstavlja skupinjenje ter izdajo novega, manjšega števila delnic, brez vpliva na relativni vložek delničarja v podjetje. Zanimiv je zaradi nove cene delnic, ki je nižja od stare vrednosti, deljene z novim številom delnic. Možne razlage za združitve delnic so upoštevanje borznih in institucionalnih pravil,

znižanje transakcijskih stroškov in povečanje likvidnosti ter signaliziranje (Michayluk, 2009).

Dividendne delnice so podoben mehanizem kot cepitev delnic, saj podjetje razdelijo na več manjših delov brez proporcionalne spremembe lastništva posameznega delničarja ter z nenormalnim dvigom cene (Brigham & Daves, 2013; Michayluk, 2009). Podjetja se lahko odločijo za hranjenje razpoložljivega denarja in vlagateljem namesto denarnih dividend proporcionalno distribuirajo delnice. S tem podjetja rekapitalizirajo dobičke in izdajo nove delnice, kar pa nima vpliva na skupna sredstva in obveznosti (Kiymaz, 2009). Računovodsko so torej dividendne delnice obravnavane drugače kot cepitve, saj se del zadržanih dobičkov prenese na delnice podjetja in vplačani lastniški kapital, da je v bilanci upoštevana tržna vrednost dodatno distribuiranih delnic. Cepitev delnic na drugi strani ne zahteva spremembe vrednosti zadržanih dobičkov, le spremembo števila delnic (Kiymaz, 2009). S tem torej ne spreminja strukture kapitala, temveč spremeni zgolj vrednost kapitala na delnico (Michayluk, 2009).

Načrti reinvestiranja dividend so opcije investiranja v lastniški kapital, ponujene s strani podjetja delničarjem. Namesto dividend tako vlagatelji, ki koristijo opcijo udeležbe v načrtu reinvestiranja podjetja, prejmejo dodatne delnice. Ti načrti dovoljujejo udeležencem vložek dela ali celotne vrednosti njihovih dividend brez posredniških provizij ter jim prinesejo dodatni dividendni donos. Delničarji zaslužijo, če se vrednost delnic dvigne v času lastništva (Kiymaz, 2009). Ti načrti podjetjem omogočajo, da prevetrio svoje osnovne dividendne politike, saj visoka udeležba delničarjev pomeni, da bi jim znižanje denarnih dividend s strani podjetja znižalo davke, kar bi jim bolj ustrezalo (Brigham & Daves, 2013).

Možna razloga, zakaj podjetja ponujajo načrte reinvestiranja, sta povečanje lastniškega kapitala po nižjih stroških, s čimer podjetja pridobijo redne prilive denarja in s tem zmanjšajo odvisnost od ostalih zunanjih virov financiranja, ter stabiliziranje oziroma povečanje baze delničarjev, s čimer si zagotovijo boljšo zaščito pred prevzemi, saj naj bi bilo bolj verjetno, da delničarji, ki se odločajo za načrte reinvestiranja, ohranjajo lastništvo svojih delnic. Razlog so lahko tudi izboljšani odnosi z investitorji, ki imajo z načrti možnost povečanja svojih vložkov s precej nižjimi stroški, kot so posredniške provizije individualnih investitorjev (Kiymaz, 2009).

1.1.4 Dejavniki, ki vplivajo na politiko dividend

Dejavnike, ki vplivajo na dividendno politiko podjetij, lahko razdelimo v tri večje kategorije. To so značilnosti podjetja, značilnosti trga ter alternativni načini izplačil dividend.

Osnovne **značilnosti podjetja**, kot so velikost podjetja, njegova dobičkonosnost, priložnosti za rast in starost oziroma zrelost podjetja, so med dejavniki, ki jih nekateri avtorji naštevajo kot pomembne elemente dividendne politike. Drugi navajajo odločitve podjetja o vzvodu ter nekaterih vidikih, povezanih z upravljanjem podjetja, kot so kapitalska struktura podjetja, struktura lastništva ter plani nagrajevanja poslovodstev.

Mednarodne empirične raziskave so pokazale povezave med politiko dividend in temeljnimi oziroma dodatnimi značilnostmi podjetja. Povezava z glavnimi značilnostmi podjetja velja tako za podjetja v ZDA kot tudi za podjetja v Evropski uniji (v nadaljevanju EU). Največji vpliv na nagnjenost k plačevanju dividend ima zrelost podjetja – razmerje med zadržanimi dobički in knjižno vrednostjo kapitala, ki sta pozitivno povezana dejavnika. Ob tem dvig plačevanja dividend podjetja nakazuje na znižanje sistematičnega tveganja in na padec prihodnje dobičkonosnosti podjetja. Zrela podjetja tudi ne povečujejo izdatkov za kapital (DeAngelo et al., 2006). Fama in French (2001) ugotavljata, da ima vpliv na nagnjenost k plačevanju dividend ter na dividendno donosnost tudi velikost družbe in njena dobičkonosnost, ki sta pozitivno povezani z izplačevanjem dividend, ter potencialna stopnja rasti podjetja ter razmerje med tržno in knjižno vrednostjo podjetja, ki sta negativno povezana z nagnjenostjo k izplačevanju. Proizvodna podjetja z večjo stopnjo rasti imajo nižje dividendne donosnosti ter nižje stopnje izplačila dividend, pri čemer je ta povezava za podjetja izven ZDA nekoliko šibkejša. Agregatne dividende so močno koncentrirane med največjimi in najbolj donosnimi podjetji (Denis & Stepanyan, 2009; Brigham & Daves, 2013).

Omejitve prednostnih delnic, ki onemogočajo izplačila lastnikom navadnih delnic, dokler niso zadoščeni pogoji (izplačilo dividend) prednostnih delnic, so eden izmed preostalih dejavnikov, ki vplivajo na nagnjenost k plačevanju. Drugi dejavnik je razpoložljivost denarnih sredstev na računu podjetja, ki predstavlja omejitev pri izplačevanju denarnih dividend, kar pa se lahko izniči z najetjem posojila. Nadalje lahko na izplačevanje dividend vplivajo tudi pogodbe, sklenjene s posojilodajalci, ki omejujejo izplačevanje dobičkov podjetja in pogosto določajo varnostne finančne kazalnike, ki jih podjetje mora doseči oziroma jim zadostiti, da lahko izplača dividende. Kljub temu obstaja pozitiven odnos med dividendnim donosom in vzvodom, kar naj bi nakazovalo na to, da managerji želijo tako dividendno politiko kot tudi politiko zadolženosti osnovati na možnostih rasti podjetja (Denis & Stepanyan, 2009).

Brigham in Daves (2013) navajata še strošek in razpoložljivost alternativnih virov kapitala. Podjetje lahko svoje investicijske projekte financira iz zadržanih dobičkov, ali pa izda nove delnice. Stroški izdaje novih delnic so lahko za podjetje visoki, kar pomeni, da je za podjetje bolje, da postavi nizko stopnjo izplačila dividend ter se financira oziroma zbira lastniški kapital preko zadržanih dobičkov, namesto da izdaja nove delnice. V primeru nizkih stroškov izdaje se podjetje lahko financira tako preko zadržanih dobičkov kot tudi

preko nove izdaje delnic, kar mu omogoča bolj fleksibilno dividendno politiko. Za tako podjetje je lahko stopnja izplačila postavljena višje. Če lahko podjetje spremeni svojo zadolženost oziroma ima možnost zamenjave dolga za kapital brez večjega dviga stroškov, lahko preko povečanja stopnje zadolženosti še vedno izplačuje pričakovane dividende, kljub morebitnim nihanjem v dobičkih (Brigham & Daves, 2013).

Eden izmed dejavnikov podjetja, ki vplivajo na izplačila, je še pozitiven odnos med plani delniških opcij vrhovnega managementa in dividendnim donosom, kjer je potencialna rast tista, ki naj bi opredeljevala dividende oziroma širše pojmovano politiko izplačil (Smith & Watts, 1992) ter hkrati negativen odnos med delniškimi opcijami in dividendami, ki se pripisuje vse večjim količinam delniških opcij v rokah managerjev ter v povezavi s tem zamenjavi izplačevanja delnic z odkupi lastnih delnic, saj izplačila delnic znižujejo vrednost delniških opcij (Fenn & Liang, 2001). Kateri izmed obeh odnosov v podjetju prevlada, je verjetno odvisno tako od dejavnikov znotraj posameznega podjetja kot tudi dejavnikov trga.

Druga kategorija dejavnikov, ki vpliva na dividendno politiko, so **značilnosti trga**. Nekaj najbolj značilnih primerov teh so davki, zakonodaja, konkurenca na trgu, ocenjevanje delnic, ki izplačujejo dividende s strani investorjev, sama oblika družbe (zaprte proti javnim delniškim družbam).

V teoriji lahko različna obdavčitev dividend in kapitalskih dobičkov vpliva na dividendno politiko podjetij, kar pa je empirično zaradi različnih mejnih stopenj obdavčitev posameznikov težko opazovati. Tudi rezultati empiričnih analiz so si nasprotujoči. Tako nekatere raziskave prikazujejo negativno povezanost dividendnega donosa investorjevih delnic in relativne obdavčitve dividend in kažejo na dejstvo, da davki vplivajo na dividendno politiko družb. Druge ugotavljajo, da dobijo najbogatejši posamezniki oziroma posamezniki v razredih z najvišjo stopnjo obdavčitve dohodkov največ dividend, kar pomeni, da se odločajo za vlaganja oziroma investiranje v podjetja, ki izplačujejo dividende, kljub relativno visoki obdavčitvi dividend teh posameznikov, in postavlja dvom o davkih na dividendo kot najpomembnejšem dejavniku odločitve o investiranju (Denis & Stepanyan, 2009).

Nadalje je pomembna zakonodaja glede pravne zaščite delničarjev, ki naj bi določala politiko dividend. Tako naj bi bile dividende rezultat učinkovite zaščite malih delničarjev, ki naj bi primorala večinske lastnike k izplačevanju dividend, ne pa izrinjanju malih delničarjev. Po drugem modelu naj bi podjetja zaradi pridobivanja ugodnih eksternih virov financiranja izplačevala dividende, s čimer naj bi pridobila ugled kot družba, ki ne izrinja malih delničarjev. Raziskave kažejo, da podjetja v državah z boljšo pravno zaščito malih delničarjev izplačujejo višje dividende, poleg tega hitro rastoča podjetja teh držav izplačujejo nižje dividende kot počasi rastoča podjetja, kar je skladno s hipotezo, da naj bi

bili pravno zaščiteni delničarji pripravljeni počakati, da ima podjetje dobre investicijske možnosti (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1999).

V okviru zakonodaje obstajata še pravilo kapitalske ustreznosti. Pravilo kapitalske ustreznosti oziroma poslabšanja le-te pravi, da dividende ne smejo preseči zadržanih dobičkov v bilanci. Ta zakonodajna omejitev je postavljena za zaščito upnikov, natančneje kreditodajalcev, ki bi lahko v primeru slabo stoječega podjetja, ki bi izplačalo vse zadržane dobičke podjetja preko dividend, ostali brez denarja (Brigham & Daves, 2013).

Eden izmed dejavnikov, ki tudi lahko vpliva na dividendno politiko, je oblika delniške družbe oziroma politika zaprte delniške družbe, ki ne kotira na borzi, v primerjavi s politiko javne delniške družbe, ki kotira na borzi. Javne delniške družbe naj bi tako gladile dividende in naj bi bile v primerjavi s primerljivimi zaprtimi družbami bolj nenaklonjene zmanjševanju, popolni ukinitvi in novi izdaji dividend ter visokim dvigom dividend. To naj bi bilo skladno s tezo, da nadzor trga javnega delniškega kapitala povzroči uporabo bolj konservativne politike dividend s strani vodstev podjetij (Denis & Stepanyan, 2009).

Struktura javnih delniških družb na razvitih mednarodnih finančnih trgih se je skozi čas spremenila – sedaj so na trgu bolj zastopana podjetja z značilnostmi novih delniških družb, ki ne plačujejo dividend. V ZDA so te značilnosti majhna velikost, nizki dobički in visoke relativne investicije glede na dobiček. Poleg tega so podjetja, ki so na novo uvrščena v borzno kotacijo, tista, ki sploh niso začela plačevati dividend in hkrati tista, ki so krivec za padanje nagnjenosti k plačevanju dividend (Fama & French, 2001). Enako velja za nekatere druge razvite finančne trge, kar sta dokazala Denis in Osobov (2008), ko sta dokazala, da se po letu 2000 struktura javnih delniških družb spreminja in sicer na način, da so bolj zastopane družbe z značilnostmi neizplačevalcev. Ugotavljata celo, da naj bi bile nove javne delniške družbe, ki sploh ne izplačujejo dividend (oziroma jih ne začnejo izplačevati), ključne za splošno nižjo nagnjenost k izplačevanju.

Disciplinski faktor konkurence med ponudniki na trgu je lahko tisti, ki managerje kaznuje, če preveč investirajo. Zaradi tega podjetja na visoko konkurenčnih trgih izplačujejo večje dividende delničarjem. Alternativno bi lahko managerji na manj konkurenčnih trgih uporabili dividendo kot zamenjavo za konkurenco. S tem si ustvarijo ugled na kapitalskih trgih in zagotovijo lažjo izposojlo kapitala. Empirične raziskave potrjujejo, da so dividende rezultat disciplinskih faktorjev, saj je negativna povezanost med stopnjo koncentracije industrije in dividendnimi izplačili precej močnejša med dominantnimi podjetji, za katere so bolj verjetni visoki stroški agentov prostega denarnega toka (Grullon & Michaely, 2008).

Tretja kategorija so **alternativni načini izplačil**, kot so med drugim odkupi lastnih delnic. Odkupi lastnih delnic imajo svoje prednosti in slabosti. Glavne prednosti so, da naj bi za

investitorje predstavljali pozitiven signal (signalizirale naj bi prepričanje managementa, da so delnice podcenjene), možnost izbire prodaje oziroma zadržanja delnic s strani investorjev, večja fleksibilnost odkupov (lepljivost delnic oziroma nenaklonjenost managementa do dviga dividend ob začasnih dvigih denarnega toka podjetja), uporabnost odkupov za spremembe v kapitalski strukturi ter za delniške opcije kot pomemben del nagrad zaposlenih (Brigham & Daves, 2013).

Na drugi strani obstajajo tudi slabosti odkupov. Tako naj bi imeli veliki odkupi lastnih delnic, ki se izvajajo poleg dividendnih izplačil, pomembno vlogo pri koncentraciji dobičkov v najbogatejših gospodinjstvih ter pri izginjanju možnosti zaposlitve srednjega razreda v zadnjih treh desetletjih v ZDA. Prav tako naj bi izginjanje zaposlitvenih priložnosti povzročalo izginjaje srednjega razreda. Raziskava Lazonicka (2016) kaže, da so se družbe preusmerile iz splošne politike zadrževanja dobičkov in reinvestiranja teh v produktivno delovno silo v zmanjševanje zaposlenosti in večjo distribucijo dobičkov delničarjem. To naj bi povzročilo neenakost pri distribuciji prihodkov, zaposlitveno nestabilnost ter zmanjšano inovativnost – vse, kar je v nasprotju s trajnostno blaginjo družbe (Lazonick, 2016).

Študije dividendnih politik evropskih držav kažejo na to, da so si ključni faktorji, ki vplivajo na politiko dividend, podobni med državami ter so podobni tistim v ZDA. Po posameznih državah obstajajo posebnosti, ki nakazujejo na to, da je dividendna politika kompleksna interakcija pravne in institucionalne strukture države in značilnosti podjetja, kot je lastniška struktura (Bancel, Bhattacharyya, & Mittoo, 2009).

1.2 Tri teorije politike dividend

Vpliv dividendne politike na vrednost podjetja je vzbudil veliko zanimanja tako v teoriji kot tudi v praksi, vendar pa nasprotujoči si rezultati empiričnih analiz ne dajejo jasne slike o vplivu dividendnih izplačil na vrednost podjetja. Ne glede na nejasne rezultate raziskav se podjetja obnašajo, kot da dividende vplivajo na vrednost podjetja (Kiymaz, 2009).

Na podlagi predstavljenih osnov politike dividend bom v nadaljevanju predstavila tri temeljne teorije politike dividend, ki se delijo glede na interpretacijo politike dividend. Te so teorije pozitivnega vpliva, negativnega vpliva in nevtralnosti. Ključen pri razlikovanju osnovnih teorij je pogled posamezne teorije na to, kako izplačila podjetij vplivajo na ceno delnice in vrednost/ceno lastniškega kapitala, oziroma mnenje vsake izmed teorij, kako bo odreagirala cena delnice in kako vrednost lastniškega kapitala vpliva na spremembo dividendno politiko podjetja.

1.2.1 Teorija pozitivnega vpliva dividendne politike

Ta teorija oziroma smer se imenuje tudi teorija »vrabca v roki« oziroma Gordon-Lintnerjeva teorija. Avtorja sta zagovarjala, da naj bi z dvigom dividend padla vrednost lastniškega kapitala. Investitorji naj bi bili namreč manj prepričani, da bodo prejeli kapitalske donose, ki naj bi bili bodoči rezultat zadržanih dobičkov, kot da bodo prejeli izplačilo dividend – dividendni donos naj bi bil torej siguren, kapitalski pa bolj tvegan (Brigham & Daves, 2013; Brigham & Daves, 2002).

Graham in Dodd (1951) sta zagovarjala visoke dividende, saj sta verjela, da cena delnic odraža resnično vrednost, povezano z dividendami in dobički, nista pa oblikovala modela. Model je na podlagi njunih spoznanj predstavil Gordon (1959). Njegov model vrednotenja vsebuje dividendno in diskontno stopnjo kot edini relevantni spremenljivki za model vrednotenja. Model prikazuje, da dvig dividende direktno dvigne ceno delnice. Gordon je verjel, da nižje dividende vodijo do večje diskontne stopnje (r_t). Povečanje cene zaradi nižjega stroška kapitala lahko predstavlja kompenzacijo za padec cene zaradi nižje stopnje rasti (Gordon, 1959). To je prikazano v enačbi (5):

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + r_t)^t} \quad (5)$$

kjer je V_0 – vrednost podjetja; D_t – dividenda, izplačana v času t ; r_t – ustrezna diskontna stopnja za stopnjo dobička.

Lintnerjeva raziskava je pokazala, da podjetja vzdržujejo dividende, da jih skozi čas vodstva gladijo ter da se izogibajo spremembam, ko bi morali dividende čez kakšno leto vrniti nazaj na raven pred dvigom (Lintner, 1956). Lintner (1956) je torej razumel, da je dividendna politika ena izmed pomembnejših odločitev managementa podjetja ter upošteval informacijsko vrednost dividend, in to dvajset let pred prvimi teorijami signaliziranja.

Ta teorija nima močne empirične podpore in jo kritiki imenujejo zmotna teorija »vrabca v roki« (Brigham & Daves, 2002). Večina investorjev naj bi namreč načrtovala reinvestiranje prejetih dividend v isto ali podobno podjetje. Prav tako naj bi bila dolgoročna tveganost denarnih tokov, namenjenih investorjem, odvisna od tveganosti denarnih tokov poslovanja in ne od dividendne politike podjetja (Brigham & Daves, 2002). Dilema oziroma odločitev investorjev je med dividendami danes ter skoraj ekvivalentnim dvigom cene delnic danes in ne med dividendami danes in kapitalskim donosom neke v prihodnosti, kar se vidi po minimalno manjšem padcu cene delnice na zadnji dan nakupa delnice v povezavi z izplačilom dividend. Podjetju se z izplačilom delnic zniža vrednost delnice danes (Damodaran, 2011).

1.2.2 Teorija negativnega vpliva dividendne politike

Teorija negativnega vpliva je bila osnovana na podlagi davkov, ki so bili skozi zgodovino ZDA večino časa višji na dividende kot na kapitalske donose. Skladno s tem naj bi izplačilo dividend zniževalo stopnjo donosa za delničarje po davkih, na kar naj bi se ti odzvali z zniževanjem relativnih cen delnic podjetij, ki izplačujejo dividende v primerjavi s preostalimi podjetji. Posledično bi bilo za podjetja bolje, da bi zadržala dobičke ali odkupila lastne delnice. Raziskave davkov ter njihovega vpliva na politiko dividend dajejo različne rezultate. Nekatere študije kažejo na obstoj davčnih strank, medtem ko druge pravijo, da mikrostruktura trga ter kratkoročno trgovanje investorjev, ki so oproščeni plačevanja davkov, onemogočata sklepanje o relativni efektivni davčni stopnji investorjev (Saadi & Dutta, 2009).

Zaradi zelo različnih davčnih stopenj posameznih investorjev je težko oceniti, ali delničarji podjetja prednost dajejo kapitalskim ali dividendnim donosom. Preprost način ocene negativnega vpliva davkov na željo po izplačilu dividend je primerjava cene dividende na zadnji dan nakupa delnice za pridobitev dividende z dejansko izplačano dividendo. Cena delnice na ta dan bi morala pasti, da bi odsevala izgubo dividende v primeru nakupa dividende po tem dnevu. Da so delničarji ravnodušni med prodajo pred in po zadnjem dnevu nakupa, morajo biti denarni tokovi pred in po tem dnevu enaki. V primeru, da bi bili denarni tokovi različni, bi vsi delničarji kupovali delnice v obdobju višjih denarnih tokov in cena delnice bi v tem obdobju padla – izenačila bi se s ceno v drugem obdobju. Potrebni pogoj za navedeno je, da padec cene na zadnji dan nakupa odraža investorjevo davčno razlikovanje med dividendami in kapitalskim donosom. Tri različna razmerja prikazujejo ta odnos, in sicer: da je investor indiferenten med dividendami in kapitalskimi donosi in da sta obe davčni stopnji enaki, da je investor bolj obdavčen pri dividendah in da je investor bolj obdavčen na kapitalskih donosih (Damodaran, 2011, 526).

Države po svetu imajo možnost, da preko zakonodajnih določil preprečujejo dvojno obdavčitev dividend. To lahko storijo na način, da podjetja pri izračunu svojih davkov lahko plačane dividende delno ali v celoti upoštevajo kot odbitek ali pa preko delne oziroma popolne oprostitve plačila davkov posameznikov, ki prejmejo dividende podjetij, ki so davek že plačala. V nekaterih državah lahko podjetja uveljavljajo delno ali popolno oprostitve davkov na dividende. Veliko več držav se odloča za (delno) oprostitve plačila davka za investitorje posameznike. Ta je lahko v obliki davčne olajšave za posameznike za davke, ki jih je že plačalo podjetje, ali v obliki nižje davčne stopnje na dividende. Pri prvi lahko posamezniki pri izračunu svojih davkov kot olajšavo upoštevajo davke, ki jih je od dividend že plačalo podjetje. To pomeni, da bodo samo posamezniki z marginalno stopnjo davka, višjo od stopnje davka, ki ga mora plačati podjetje, plačali celoten davek. V drugem

primeru so dividende obdavčene z nižjo stopnjo davka, saj so izplačane iz dobička, ki je že bil obdavčen (Damodaran, 2011).

Za delnice tistih podjetij, ki kotirajo samo na Ljubljanski borzi vrednostih papirjev, oziroma za investitorje v te delnice velja, da morajo upoštevati davčno zakonodajo Republike Slovenije (v nadaljevanju RS). Izplačani dobički so po slovenski zakonodaji obdavčeni dvojno, podobno kot v marsikateri od preostalih držav. V prvi vrsti je obdavčen dobiček pravnih oseb, kar je določeno z Zakonom o davku od dohodkov pravnih oseb (Uradni list RS št. 117/2016, 56/08, 76/08, 5/09, 96/09, 110/09 – ZDavP-2B, 43/10, 59/11, 24/12, 30/12, 94/12, 81/13, 50/14, 23/15 in 82/15, v nadaljevanju ZDDPO-2), ki je od leta 2014 dalje obdavčen po 17-% davčni stopnji (med letoma 2010 in 2014 se je davčna stopnja gibala med 20 % in 15 %). V nadaljevanju so dobički obdavčeni glede na obliko izplačila oziroma glede na to, ali je izplačilo izvedeno v obliki dividend ali v obliki odkupov lastnih delnic podjetja.

Investitorji so lahko fizične ali pravne osebe. Za delnice, ki jih imajo v lasti, lahko pričakujejo tako kapitalske dobičke kot tudi dividende. Obdavčitev izplačil za pravne osebe ureja Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb – ZDDPO-2, po katerem se pravnim osebam, rezidentom Republike Slovenije, katerim se izplača dividenda in ki izplačevalcu javijo svojo davčno številko, davek ne obračuna. Pravnim osebam, nerezidentom Republike Slovenije, se obračuna 15-% stopnja davka na dividende, razen če ni drugače določeno z mednarodnimi sporazumi. Vsi ostali kapitalski dobički so po ZDDPO-2 obdavčeni po 17-% davčni stopnji in se podjetjem upoštevajo oziroma jim zvišujejo davčno osnovo, pri čemer podjetja lahko 50 % ustvarjenega kapitalskega dobička pod določenimi pogoji izvzamejo iz davčne osnove. Davek se ne obračuna rezidentom – pokojninskim skladom, investicijskim skladom, zavarovalnicam, ki lahko izvajajo pokojninski načrt, in družbam tveganega kapitala. Investicijski skladi morajo hkrati zagotoviti pogoj, da do 30. novembra tekočega obdobja razdelijo najmanj 90 % poslovnega dobička prejšnjega davčnega obdobja, zavarovalnice ter družbe tveganega kapitala pa morajo sestaviti ločeni obračun samo za del izvajanja pokojninskega načrta oziroma dopustnih naložb tveganega kapitala.

Obdavčitev izplačil za fizične osebe urejata Zakon o dohodnini (Uradni list RS št. 117/2016, 9/12 – odl. US, 24/12, 30/12, 40/12 – ZUJF, 75/12, 94/12, 52/13 – odl. US, 96/13, 29/14 – odl. US, 50/14, 23/15 in 55/15, v nadaljevanju ZDoh-2) ter Zakon o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov (Uradni list RS št. 65/08 in 40/12 – ZUJF, v nadaljevanju ZDDOIFI). Dohodek iz kapitala po 80. členu Zakona o dohodnini vključuje obresti, dividende in dobiček iz kapitala. Od leta 2013 se za dohodek iz kapitala izračuna in plača dohodnina po stopnji 25 % (do tega leta je veljala stopnja 20 %) in se šteje kot dokončen davek. Ne glede na navedeno pa se stopnja dohodnine od dobička iz kapitala znižuje vsakih pet let imetništva kapitala in znaša po dopolnjenih petih

letih imetništva kapitala 15 %, po dopolnjenih desetih letih imetništva kapitala 10 % ter po dopolnjenih 15 letih imetništva kapitala 5 %. Po dopolnjenih 20 letih imetništva kapitala je lastnik ob prodaji oproščen plačila davka. Hkrati se davek od dobička, doseženega z odsvojitvijo izvedenega finančnega instrumenta pred potekom dvanajstih mesecev imetništva izvedenega finančnega instrumenta, izračuna in plača po stopnji 40 %.

1.2.3 Teorija nevtralnosti dividendne politike

Tretja in morda med vsemi tremi najbolj poznana teorija je osnovana na Miller-Modiglianijevi teoriji nevtralnosti. Miller in Modigliani (1961) sta v dveh različnih raziskavah dokazala, da pod določenimi pogoji struktura kapitala (razmerje med lastniškim kapitalom in dolgom) in dividende (ali jih podjetje izplačuje ali ne in pogledi investorjev na to), ki so s strukturo kapitala tesno povezane, niso relevantne za skupno vrednost podjetja (Ang & Ciccone, 2009; Damodaran, 2011). Zagovarjala sta, da je edina determinanta vrednosti podjetja njegova zmožnost ustvarjanja dobičkov oziroma prihodki, ustvarjeni s sredstvi podjetja ter tveganost poslovanja. Menila sta, da na vrednost podjetja razdeljenost prihodkov med zadržane dobičke in dividende, ne vpliva (Brigham & Daves, 2013).

Predpostavke, ki sta jih Miller in Modigliani uporabila v svojem modelu, so (Ang & Ciccone, 2009; Damodaran, 2011):

- ne obstajajo ne davčne prednosti in ne slabosti povezane z dividendami – torej ni davkov ne na dividendne in ne na kapitalske donose oziroma so davčne stopnje izenačene in investorji indiferentni med izplačilom dividend in dvigom cene delnice (racionalno obnašanje potrošnikov),
- ni transakcijskih stroškov, povezanih s prodajo delnic oziroma s transferjem povečanja cene delnice v denarni tok – če ta pogoj ne bi veljal, bi delničarji, ki bi nujno potrebovali denar, prednost dajali dividendam,
- podjetja lahko izdajajo nove delnice brez stroškov izdaje in transakcijskih stroškov in uporabijo pridobljen lastniški kapital za investiranje v dobičkonosne projekte, hkrati pa jih ne uporabljajo za investiranje v slabe projekte – tako so odločitve podjetja o investicijah in denarni tokovi iz poslovanja podjetja neodvisni od odločitve o dividendni politiki,
- implicitno se predpostavlja tudi pravična cena delnic podjetja.

Teorije nevtralnosti vsebuje pomembno sporočilo – podjetje, ki je investiralo v slabe projekte, si ugleda pri svojih delničarjih ne more povrniti z dvigom dividend. Prav tako se lahko podjetje, ki ima zgodovino dobrega investiranja, odloči, da ne izplača dividend, in to ne bo vplivalo na pogled delničarjev na podjetje. Poleg navedenega je pomembna implikacija še, da se vrednost agregatnih sredstev podjetja ne spremeni, ko podjetje

spremeni svojo dividendno politiko. Navedeno ne pomeni, da ne bo spremembe cene delnice, ker naj bi višja izplačila dividend pomenila padec cene delnice in večje število izdanih delnic. Hkrati na dolgi rok ni povezave med dividendno politiko in donosnostjo delnic (Damodaran, 2011).

Iz predpostavk teorije nevtralnosti oziroma iz dejanskih nepopolnosti trgov se je razvilo kar nekaj teorij. Nekateri izmed avtorjev te nepopolnosti delijo na velike oziroma pomembne tri, med katere uvrščajo davke, informacijsko asimetrijo in stroške agentov, ter majhne oziroma manj pomembne tri, ki so transakcijski stroški, stroški novih izdaj delnic in vedenjski pomisleki (Ang & Ciccone, 2009). Vse navedene bom predstavila v nadaljevanju.

1.3 Preostale hipoteze in teorije politike dividend

1.3.1 Davki in učinek strank

Davki predstavljajo pomembno odstopanje od predpostavke popolnosti kapitalskih trgov in so bili ena od prvih empirično raziskovanih nepopolnosti trga (Baker & Weigand, 2015). Že v Miller-Modiglianijevem modelu je ob oblikovanju modela nevtralnosti dividendne politike izpostavljeno, da bodo investitorji v primeru obdavčitve dividend ustvarili stranke z različnimi preferencami glede višine dividendnega donosa. Te preference so določene glede na marginalno davčno stopnjo posameznega investitorja. Tako naj bi v skladu z njunim prepričanjem sprememba višine dividend pripeljala samo do spremembe strukture strank delničarjev za podjetje (Bhattacharyya, 2007).

Glede na davčne preference bi morali imeti investitorji raje, da podjetja zadržijo denar in ne izplačajo dividend, in to zaradi davka, ki je pogosto višji na dividende kot na dolgoročne kapitalske donose. S tem bi razlike v davčnih stopnjah lahko povzročile različno obravnavo dividend s strani različnih davčnih strank (Baker & Weigand, 2015) oziroma njihove različne preference glede politike dividend podjetja (Brigham & Daves, 2013).

V primeru, da podjetje zadrži in reinvestira dobičke ter se ne odloči za izplačilo dividend, bodo investitorji, ki potrebujejo tekoče prihodke, na slabšem. Vrednost njihovega premoženja sicer lahko naraste, vendar imajo dodatne stroške s prodajo delnic, da si zagotovijo denar. Prav tako imajo nekateri institucionalni investitorji (oziroma zastopniki posameznikov) pravno prepoved prodaje delnic zaradi uporabe investiranega denarja. Na drugi strani marsikdo od investitorjev prednost daje dividendni politiki nizkih izplačil, ki jim omogoča nižje plačilo davkov oziroma manj truda in stroškov z reinvestiranjem dividend po davkih (Brigham & Daves, 2013).

Empirične raziskave dokazujejo, da delničarji s podobnimi preferencami vlagajo v podjetja, ki zadostijo tem preferencam – obstaja tako imenovani učinek grozdenja delničarjev v podjetjih, kar imenujemo učinek strank (Damodaran, 2011). Institucije z nizkimi davki ali celo brez njih imajo tako relativno več delnic, ki izplačujejo visoke dividende, medtem ko imajo bolj obdavčeni vlagatelji relativno manj tovrstnih delnic (Brigham & Daves, 2013). Te raziskave so pokazale, da se v splošnem z dvigom davčne stopnje na delnice znižajo dividendni donosi ter da so skupni donosi pozitivno povezani z dividendnimi donosi (Damodaran, 2011).

Posledica učinka strank je, da imajo podjetja investitorje, ki so si jih zaslužila oziroma pridobila s svojo dividendno politiko. To pomeni, da podjetja kljub smotrnosti (na primer potrebe po večjem investiranju zaradi širitve/spremembe dejavnosti in s tem znižanju dividend) težko prepričajo obstoječe delničarje o zamenjavi politike dividend. Hkrati učinek strank prispeva k argumentu dividendne nevtralnosti pri vrednotenju podjetja. Na kratko to pomeni naslednje: če delničarji lahko menjajo svoje delnice za delnice podjetij, katerih politika jim najbolj ustreza, se vrednost podjetja ne bi smela spremeniti. To velja ob predpostavki, da obstaja dovolj investorjev v posamezni stranki, da je lahko podjetje pravično vrednoteno ne glede na dividendno politiko (Damodaran, 2011).

1.3.2 Stroški agentov in teorija prostega denarnega toka

Druga nepopolnost trga kapitala, ki se kaže v realnosti, so stroški agentov. Izplačilo dividend pomaga zmanjšati problem prevelikega investiranja oziroma investiranja v projekte z negativno sedanjo vrednostjo z zmanjšanjem stroškov agentov prostega denarnega toka (Baker & Weigand, 2015). Koncept je predlog dveh avtorjev, Easterbrooka (1984) in Jensena (1986), v dveh različnih člankih, in je osnovan na principu oziroma teoriji agentov, vendar brez uporabe modela (Bhattacharyya, 2007).

Teorija agentov se ukvarja s potencialnimi konflikti interesov med tako imenovanimi principalami, ki najamejo agente za izvedbo določenih del in jim hkrati podelijo pravico odločanja. V kontekstu poslovnih financ obstajajo trije nivoji problema principal-agent, in sicer med delničarji in vodstvom podjetja, med vodstvom podjetja in upniki – lastniki dolga podjetja ter med delničarji, vodstvom in lastniki dolga podjetja v času finančne stiske (Brigham & Daves, 2002).

Posojilodajalci imajo pravico do denarnega toka podjetja v višini vračila obresti in glavnice dolga ter v primeru bankrota podjetja do sredstev podjetja. Na drugi strani imajo delničarji preko managementa vpliv na odločitve, ki vplivajo na tveganost poslovanja podjetja. Posojilodajalci posojajo denar po obrestnih merah, ki so prilagojene tveganosti podjetja, ta pa je osnovana na tveganosti obstoječih sredstev podjetja, pričakovanjih o tveganosti bodočih dodatnih sredstev, obstoječi strukturi kapitala in pričakovanjih o bodočih

odločitvah o strukturi kapitala. To so tudi primarne determinante tveganja denarnih tokov podjetja in posledično varnosti dolga (Brigham & Daves, 2002).

Predpostavimo, da delničarji prodajo relativno netvegana sredstva in vložijo ta sredstva v veliko bolj tvegan projekt. Dvignjeno tveganje bo povzročilo dvig stopnje donosa dolga in posledično padec vrednosti celotnega dolga podjetja. Če je v nadaljevanju projekt uspešen, bodo smetano pobrali delničarji, saj imajo posojilodajalci pogodbeno fiksne obrestne mere na podlagi starega tveganja. Če pa bi bil projekt neuspešen, bi morali posojilodajalci sodelovati pri izgubi. Podobno velja v primeru, da managerji želijo povečati vzvod tako, da si izposodijo dodatna sredstva, s katerimi odkupijo del lastnih delnic podjetja. Vrednost dolga bo verjetno s tem padla, ker bo več dolga kritega z nespremenjenimi sredstvi (Brigham & Daves, 2002)

V večini delniških družb so potencialni konflikti med vodstvom in lastniki pomemben dejavnik, saj je management lastnik majhnega dela delnic podjetja. V tem primeru lahko za delničarje maksimiziranje vrednosti postane drugotnega pomena in managerji skladno s svojimi cilji maksimizirajo velikost podjetja. To jim prinese večjo varnost zaposlitve zaradi manjše verjetnosti sovražnega prevzema ter večjo moč, status in plače, ob čemer zunanji delničarji nosijo večino stroškov teh dodatnih bonitet (Brigham & Daves, 2002).

Delničarji lahko nadzorujejo management preko spodbud, omejitev in kazni, vendar le, če vedo za njihova dejanja oziroma delovanje. Ker je praktično nemogoče, da bi delničarji nadzorovali vsa dejanja managementa, lahko ta sprejema odločitve v lastno korist in tako nastane potencialni problem moralnega hazarda. Za zmanjšanje problema moralnega hazarda in stroškov agentov morajo delničarji nase prevzeti stroške agentov (Brigham & Daves, 2002).

Obstajajo tri večje kategorije stroškov, ki naj bi prepričale management, da maksimizira vrednost za delničarje in ne deluje v lastno korist. Te so izdatki za nadzor managementa, kot so stroški revizije, stroški reorganizacije podjetja s ciljem omejitve neželenega obnašanja managementa, kot je na primer imenovanje zunanjih, neodvisnih članov upravnega odbora, ter oportunistni stroški, ki nastanejo, ko delničarji uvedejo določene omejitve, ki onemogočijo sprejetje določenih odločitev managementa brez privolitve delničarjev. Stroški agentov bodo torej visoki takrat, ko se bodo delničarji trudili, da bi management delal točno po njihovih navodilih. Optimalna vrednost stroškov agentov bo dosežena, ko bo vsaka enota stroška prinesla več kot enoto premoženja za delničarje (Brigham & Daves, 2002).

Nekateri avtorji zagovarjajo hipotezo, da so dividende uporabljene zato, da managementu odvzamejo kontrolo nad denarnim tokom podjetja. Management mora na trg kapitala, če želi financirati nove investicijske projekte, kar prinese določen nadzor nad dejanji

managementa in zniža stroške nadzora za delničarje. Poleg tega naj bi bila nujnost uporabe trga kapitala tudi nekakšna protiutež nenaklonjenosti tveganju managementa. V podjetjih z velikimi denarnimi tokovi so managerji nagnjeni k investiranju v projekte z nizko sedanjo vrednostjo. Dolg ima temu nasprotni učinek, saj podjetju odvzame prosti denarni tok (Bhattacharyya, 2007).

Največji pomen teorije prostega denarnega toka je, da bi morala nova izplačila dividend ter povišanja dividend zvišati vrednost podjetja z znižanjem možnosti oziroma problema prevelikega investiranja. Podobno bi morali imeti rezi in prenehanja plačevanja dividend nasprotni učinek (Mukherjee, 2009). Empirične raziskave govorijo tako za kot tudi proti teoriji stroškov agentov in prostega denarnega toka oziroma, da so dividende uspešne pri zniževanju stroškov agentov (Baker & Weigand, 2015; Bhattacharyya, 2007).

1.3.3 Asimetričnost informacij in teorija signaliziranja

Asimetričnost informacij kot osnova teorije signaliziranja je še ena od večjih predpostavk Miller-Modiglianijeve teorije, ki v realnosti ne zdrži, saj vsi deležniki v podjetju nimajo enakih informacij glede prihodnjega poslovanja podjetja. Realno ima management boljše informacije o prihodnjem delovanju podjetja kot delničarji (Bhattacharyya, 2007; Brigham & Daves, 2013).

Po tej teoriji naj bi managerji, kot osebe z dostopom do notranjih informacij podjetja, uporabljali različne nivoje izplačil dividend za prenos internih informacij o prihodnjem poslovanju podjetja na kapitalske trge, s čimer naj bi zmanjševali asimetrijo informacij. To torijo takrat, ko verjamejo, da je tržna vrednost delnic podjetja pod njihovo resnično vrednostjo (Baker & Weigand, 2015). Z drugimi besedami: boljša kot je novica glede neto sedanje vrednosti prihodnjih denarnih tokov, višja je dividenda (Bhattacharyya, 2007).

Teorija pravi, da naj bi podjetja uporabila tiste signale, ki jih ne morejo posnemati podjetja brez dobrih napovedi prihodnjega poslovanja. Kot tak signal se pojmuje tudi dvig dividend, saj se z njim podjetja zavežejo, da bodo s tovrstnim plačevanjem nadaljevala dolgoročno. Njihova pripravljenost za tovrstno zavezo dokazuje, da verjamejo v svojo zmožnost generiranja zadostnih denarnih tokov za vzdrževanje dolgoročnega dviga dividend. Tak pozitiven signal naj bi pripravil investitorje do tega, da ponovno ocenijo denarne tokove in vrednost podjetja ter povzročijo dvig cene delnice (Damodaran, 2011).

Tudi pri teoriji signaliziranja dajejo empirične analize mešane rezultate. Večina analiz na podlagi intervjujev managementa kaže na dejstvo, da vodstva podjetij tako v ZDA kot izven ZDA verjamejo v dividendna izplačila kot orodje za prenos informacij na kapitalske trge, kar potrjuje teorijo signaliziranja. Ostale empirične analize teorijo signaliziranja tako potrjujejo kot enega izmed razlogov, ki bi ga morala podjetja upoštevati pri spremembah

politike dividend in reakcijah trga na te spremembe, kot tudi zanikajo – sprememba politike dividend naj ne bi bila motivirana z željo podjetja po signaliziranju svoje resnične vrednosti na kapitalski trg (Baker & Weigand, 2015).

1.3.4 Vedenjske razlage dividendne politike

Številne vedenjske razlage politike dividend razlagajo, zakaj so za investitorje dividende zanimive. Osnova te teorije je, da različne vedenjske značilnosti, kot so samokontrola, miselno računovodstvo (ang. *mental accounting*), hedonsko urejanje (angl. *hedonic editing*) in odpor do obžalovanja (angl. *regret aversion*) ter demografski dejavniki, kot so starost, prihodki, upokojenski status, prav tako lahko vplivajo na investitorjevo preferenco do izplačila dividend (Baker & Weigand, 2015).

Spodaj so nekoliko bolj podrobno opredeljeni trije možni vedenjski dejavniki za razlago, zakaj delničarji prednost dajejo izplačilu delnic, ki sta jih predlagala Shefrin in Statman (Damodaran, 2011; Mental accounting, b.l.):

- zaradi pomanjkanja samokontrole ter upiranja skušnjavam pri potrošnji investitorji oblikujejo preprosta pravila, ki jih odvrčajo od razvad; eno takih pravil je, da lahko potrošijo le dividende, ki jih prinesejo delnice, ne pa tudi glavnice oziroma potencialnega zaslužka od prodaje delnice same,
- miselno računovodstvo predstavlja način, kako posamezniki razdelijo svoja tekoča in prihodnja sredstva v ločene dele in tem delom dodelijo različne uporabne vrednosti glede na njihove oblike vedenja – uporabna vrednost dividendnega in kapitalskega dobička skupaj je tako lahko za investitorja vredna več, kot je zanj vreden enak znesek, dobljen samo skozi kapitalski donos,
- izogibanje oziroma odpor do obžalovanja – investitorji obžalujejo napake zaradi svojih dejanj bolj kakor napake zaradi opustitve teh dejanj; investitor, ki je kupil delnico, ki ne izplačuje dividend, bo morda ob padcu cene to delnico primoran prodati in se soočiti s svojo napako, medtem ko investitorju, ki kupi delnico, ki izplačuje dividende, te ob padcu cene morda ne bo treba prodati in bo tako soočen z manjšim obžalovanjem.

Vedenjske razlage dividendne politike so nastale kot teoretični okvir približno 20 let pred empiričnimi analizami in testiranjem hipoteze. Nedavne empirične raziskave v večini primerov potrjujejo vedenjski model Shefrina in Statmana (Shefrin, 2009).

1.3.5 Dividendna teorija zadovoljevanja investitorjev

Nekateri avtorji teorijo zadovoljevanja oziroma oskrbe investitorjev predstavljajo kot podvarianto teorije strank, drugi kot del vedenjske teorije, tretji pa jo predstavljajo kot samostojno teorijo.

To teorijo, ki poudarja pomen investitorjevega razpoloženja pri odločitvah o dividendni politiki, sta razvila Baker in Wurgler. Po njej naj bi managerji oskrbovali investitorje z dividendami glede na njihove zahteve oziroma povpraševanje – če investitorji želijo dividende, jih podjetja izplačujejo, v nasprotnem primeru pa jih znižajo oziroma ukinejo (Baker & Weigand, 2015).

V svoji analizi sta avtorja proučevala povpraševanje investitorjev v letih 1963–2000. Kot merilo za povpraševanje sta upoštevala razliko med razmerjem med tržno in knjigovodsko vrednostjo delnice za podjetja, ki delnice izplačujejo, ter za podjetja, ki delnic ne izplačujejo. Ugotovila sta, da se delnice prodajajo s premijo, če investitorji prednost dajejo dividende, ter se prodajajo z diskontom, če investitorji dividendam prednosti ne dajejo. Izplačilo dividend je po njunem najbolje razloženo s povpraševanjem investitorjev po dividendah, ob čemer več podjetij izplačuje dividende, če se njihove delnice prodajajo s premijo, oziroma manj podjetij, katerih delnice se prodajajo z diskontom (Damodaran, 2011).

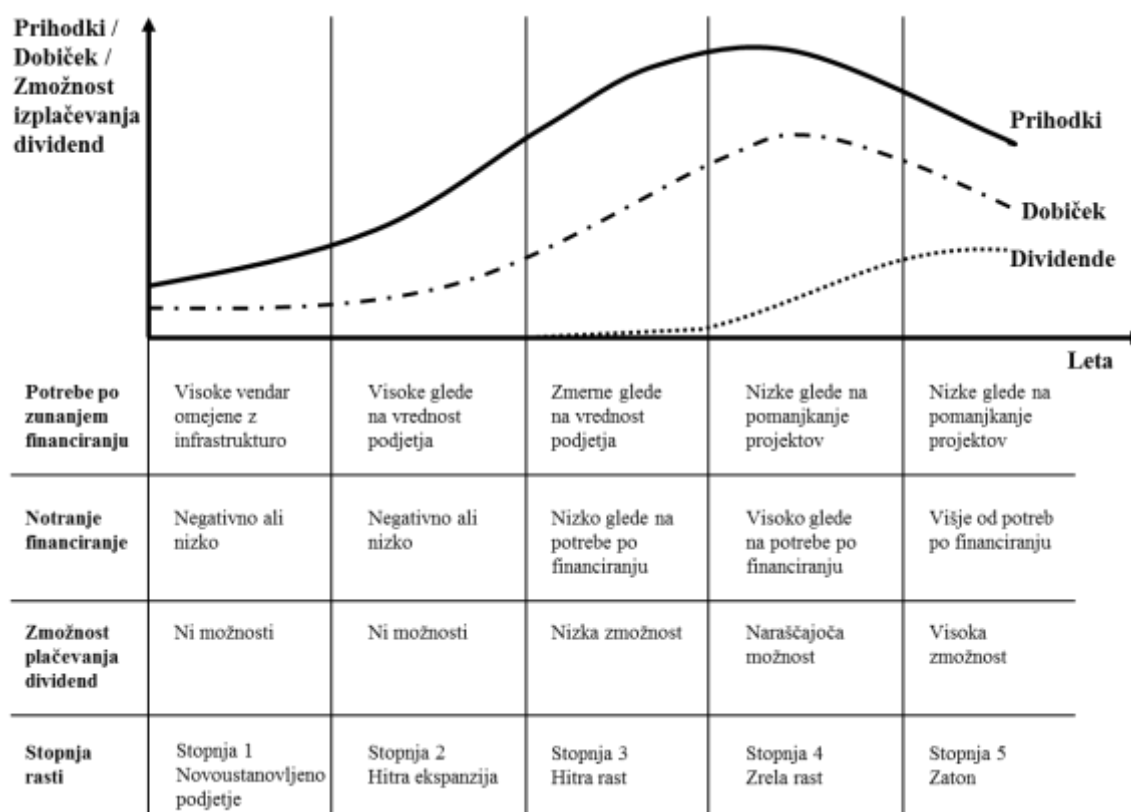
Preostale empirične analize večinoma preučujejo podjetja v ZDA, nekoliko manj v Angliji, ter dajejo neenotne rezultate glede pojasnjevanja izplačil dividend s teorijo zadovoljevanja investitorjev. Ne glede na to lahko povzamemo nekaj splošnih zaključkov, in sicer, da imajo efekti napovedi uvedbe izplačevanja dividend bolj pozitiven vpliv kot efekti napovedi dviga dividend, kar pomeni, da teorija bolje razlaga uvedbo izplačevanja kot opustitev tega (De Rooij & Renneboog, 2009). Damodaran (2011) pravi, da ta teorija sicer bolje razlaga dividende na agregatni ravni kot dividendno politiko na ravni podjetja, vendar pa hkrati poudarja dejansko realnost, da se preference investitorjev spreminjajo skozi čas ter da morajo podjetja skladno z njimi spreminjati svojo politiko dividend.

1.3.6 Teorija življenjskega cikla dividendne politike

Po teoriji življenjskega cikla s staranjem podjetja sposobnost generiranja denarnih tokov prehitijo njegovo sposobnost iskanja dobičkonosnih investicijskih projektov in podjetje prej ali slej začne distribucijo dividend delničarjem. Podjetje se o svoji optimalni dividendni politiki odloči na podlagi razmerja med donosnostjo kapitala (ROE) ter stroškom kapitala, ki je določen s stopnjo razvoja v življenjskem ciklu podjetja (Baker & Weigand, 2015).

Podjetja svojo dividendno politiko torej določijo glede na svojo razvojno stopnjo (novoustanovljeno podjetje, hitra ekspanzija, hitra rast, zrela rast in zaton). Hitro rastoča podjetja z velikim izborom potencialno dobrih investicijskih projektov običajno ne izplačujejo dividend, medtem ko stabilna podjetja z večjimi denarnimi tokovi in relativno malo investicijskimi projekti izplačujejo višje dividende. S Slike 1 je razvidno, kako se dividendne gibljejo skozi življenjski cikel podjetja (Damodaran, 2011).

Slika 1: Analiza življenjskega cikla dividendne politike



Vir: Povzeto in prirejeno po A. Damodaran, *Applied Corporate Finance*, 2011, str. 515, tabela 10.7.

Ko je Mueller (1972) oblikoval teorijo življenjskega cikla podjetja, je njene izsledke izpeljal tudi na dividendno politiko. Kot že rečeno je optimalna dividendna politika pri maksimizaciji vrednosti podjetja po tej teoriji razdeljena v faze. Pri tem je v fazi hitre rasti optimalno zadržanje vseh dobičkov, izplačilo vseh dobičkov delničarjem pa v fazi zrelosti podjetja (Bulan & Subramanian, 2009).

Strošek kapitala se skozi življenjsko dobo podjetja spreminja zaradi sprememb v tveganju, asimetrije informacij in velikosti oziroma obsega problema stroškov agentov. Tako naj bi se sistemsko tveganje znižalo okoli objave izplačila dividend zaradi manjših možnosti rasti, kar zniža tako stroške kapitala kot tudi donosnost investicij. Informacijska asimetrija med notranjimi in zunanjimi investitorji pri mladih, relativno nepoznanih podjetjih naj bi povzročila visoko ceno zunanjega kapitala, hkrati pa tako podjetje nima dovolj denarnih tokov, da bi zadostilo svojim investicijskim potrebam. To kaže na to, da se podjetje financira iz zunanjih virov in se torej sooča z visokim stroškom kapitala. Ko je podjetje starejše, bolj zrelo in tudi bolj poznano pri investitorjih, je asimetrija informacij manjša, manjši je strošek kapitala za podjetje, podjetje ima manj potreb po zadrževanju dobičkov in večjo sposobnost izplačevanja dividend. Problem agentov ter stroškov prostega denarnega toka se povečuje v velikih delniških družbah z razpršitvijo lastništva in manjšanjem

direktnega nadzora delničarjev nad managementom oziroma postane pomemben v zreli stopnji življenjskega cikla podjetja. Ko se podjetje stara, ustvarja več denarnega toka kot ga lahko dobičkonosno investira in optimalna dividendna politika se spremeni v »investirati manj in delničarjem izplačevati več« (Bulan & Subramanian, 2009).

Empirične raziskave in njihove ugotovitve v splošnem podpirajo teorijo življenjskega cikla dividendne politike (Bulan & Subramanian, 2009), vendar pa so v popolnem nasprotju s teorijo signaliziranja, ki pravi, da podjetje izplačuje dividende zato, da trgu sporoči izboljšano dobičkonosnost in predvideno prihodnjo rast (Baker & Weigand, 2015).

1.3.7 Politika preostalega dobička in oblikovanje dividendne politike v praksi

Obstajata dve klasifikaciji dividendnih politik. To sta politika preostalega dobička ter uravnavana politika dividend. Pri politiki preostalega dobička podjetje plačuje dividende iz dobička, ki mu ostane po tem, ko zadosti vsem investicijskim potrebam po vzdrževanju ciljne kapitalske strukture. Lahko bi mu tudi rekli pasivni pristop, ki predpostavlja, da imajo investitorji raje, da podjetje zadrži in reinvestira svoje dobičke. Pri uravnavani politiki dividend skuša vodstvo podjetja zagotoviti specifični vzorec izplačil dividend (Baker, 2009).

Osnova dividendne politike preostalega dobička je načelo, da bi moralo biti odločanje podjetja o investicijah, financiranju in dividendni politiki med seboj povezano. S tako politiko se podjetje odloča o novih investicijah šele po odločitvi o višini dividend (Smith, 2009), saj sta pri distribuciji dividend najbolj pomembna vidik maksimiziranja vrednosti za delničarje ter dejstvo, da denarni tok podjetja dejansko pripada delničarjem. Managerji naj bi dobičke zadrževali le v primeru, da lahko z reinvestiranjem delničarjem prinesejo večje donose, kot bi jih ti dosegli, če bi investirali v enako tvegane projekte (Brigham & Daves, 2013).

Kot smo videli v predhodnem poglavju, imajo podjetja v dobičkonosnih, zrelih industrijah veliko presežnega denarja, malo investicijskih priložnosti ter omejene možnosti za rast. Ta podjetja velik delež svojih prostih denarnih tokov distribuirajo delničarjem in s tem privabijo investitorje, ki prednost dajejo visokim dividendam. Druga podjetja imajo veliko dobrih investicijskih priložnosti in možnosti za rast in posledično malo presežnega denarja za distribucijo. Taka podjetja ne izplačujejo dividend ali pa so te nizke, njihovi dobički in vrednost delnic rastejo, s čimer privabljajo investitorje, ki imajo raje kapitalske donose.

Na distribucijo dobičkov podjetja vplivajo štirje faktorji. To so preference investorjev za dividendne ali kapitalske donose, investicijske priložnosti podjetja, ciljna struktura kapitala ter dosegljivost in strošek eksternega kapitala, pri čemer zadnji trije faktorji predstavljajo tako imenovani model preostalega dobička. Po tem modelu naj bi podjetje sledilo štirim korakom, in sicer podjetje najprej določi svojo kapitalsko strukturo, nato glede na

kapitalsko strukturo določi potrebo po lastniškem financiranju podjetja, za kar uporabi oziroma reinvestira zadržane dobičke in šele nato iz preostanka dobička izplača dividende ali/in odkupi lastne delnice (Brigham & Daves, 2013).

Obstajajo močni argumenti za sledenje dividendni politiki preostalega dobička v praksi kot načinu optimizacije učinkovitosti uporabe virov delniških družb. Kljub temu večina podjetij ne sledi tej politiki, temveč zaradi različnih razlogov običajno uporablja politiko uravnavanih dividend, ki vključuje glajenje dividend. Pri uravnavani politiki podjetja večinoma zadržujejo več denarja, kot ga potrebujejo za izvedbo investicij v določenih obdobjih ter uporabljajo kratkoročno zadolževanje zaradi pomanjkanja denarja v drugih obdobjih. Z vidika managementa je torej kratkoročno veliko bolj pomembno, da se ohranja predvidljiv nivo dividend brez nižanja ali ukinitve izplačevanja dividend kot vračilo neporabljenega denarja s strani podjetja delničarjem. To potrjujejo tako empirične raziskave na osnovi računovodskih podatkov kot tudi raziskave na podlagi intervjujev managementa (Smith, 2009).

John Lintner (1956) je pri proučevanju izplačevanja dividend opazil tri vzorce. To so: podjetja ciljno stopnjo izplačila dividend določijo z določitvijo dolgoročnega deleža dobička, ki ga želijo izplačati; podjetja dividende spremenijo v skladu z dolgoročno vzdržnimi spremembami dobičkov; managerji veliko večji pomen kot višini dividend dajejo spremembam dividend.

Podjetja torej v realnosti uporabljajo politiko nizkih rednih dividend in dodatnih izrednih izplačil, kar zagotavlja stabilne redne dividende ne glede na pogoje poslovanja ter omogoča izplačilo izrednih dividend ali odkup lastnih delnic v primeru visokih dobičkov in denarnih tokov. Investitorji ukinitve teh dodatnih izplačil ne zaznavajo kot negativne, kar pomeni, da se delnicam zato ne spremeni cena, negativen pa je njihov odziv ob znižanju dividend. Skladno s tem so dividende skozi leta precej bolj stabilne kot so dobički oziroma so lepljive, saj managerji zelo neradi znižujejo dividende in jih posledično tudi težje dvignejo oziroma dividende gladijo. Splošno je sprejeto tudi dejstvo, da se dividendna politika razlikuje po različnih stopnjah življenjskega cikla podjetij.

2 GLOBALNA FINANČNA KRIZA

2.1 Anatomija finančne krize

Učinkovit in delujoč finančni sistem je ključen za dobro delujoče gospodarstvo, saj opravlja funkcijo usmerjanja denarja posameznim podjetjem s produktivnimi investicijskimi priložnostmi. Če usmerjanje ne deluje učinkovito ali se celo ustavi, gospodarstvo ne bo delovalo učinkovito oziroma bo s krčenjem ekonomske aktivnosti zašlo v krizo (Mishkin, 2012).

V okviru teorije agentov in asimetričnosti informacij je finančna kriza motnja na finančnih trgih, pri kateri postanejo problemi škodljive izbire (angl. *adverse selection*) in moralnega hazarda (angl. *moral hazard*) tako pereči, da finančni trgi niso več sposobni učinkovito kanalizirati denarja tistim podjetjem, ki imajo na voljo investicijske projekte z največjo neto sedanjo vrednostjo (Mishkin, 1992). Finančna kriza se običajno razvije v treh stopnjah. To so začetek finančne krize, sama bančna kriza in deflacija dolga (Mishkin, 2012). Skozi te tri stopnje pet različnih dejavnikov, povzročiteljev finančne krize, vpliva na povečevanje problemov škodljive izbire in moralnega tveganja ter na zmanjševanje gospodarske aktivnosti.

Prvi od izmed treh dejavnikov, ki lahko začnejo finančno krizo, je **poslabšanje bilanc finančnih institucij** oziroma napačno upravljanje s finančnimi inovacijami oziroma liberalizacija finančnih trgov. Finančna liberalizacija naj bi na dolgi rok sicer prinesla učinkovito alokacijo kapitala, na kratki rok pa pripelje do kreditnega balona. Možno je, da v času pospešenega posojanja posojilodajalci s tveganji ne upravljajo dovolj dobro, državni regulatorji jih ne morejo nadzirati, kar pripelje do preveč tveganega posojanja in nekontrolirane rasti tveganj. V bilancah posojilodajalcev se začnejo nabirati dolgovi, vrednost teh (kot dela sredstev) pade v primerjavi z njihovimi obveznostmi, kar jim zniža neto vrednost kapitala. Posojilodajalci prenehajo posojati denar, hkrati pa zaradi zmanjšanja kapitala postanejo bolj tvegani. Potencialni posojilojemalci, stranke finančnih institucij, zaradi tega začnejo dvigovati svoja sredstva. Manj sredstev za banke pomeni manj posojanja, s čimer se posojilni balon spremeni v posojilni krč. Banke z zmanjševanjem svojih aktivnosti omejijo zbiranje informacij in s tem sposobnost sistema, da upravlja z asimetrijo informacij. Posojilojemalci zaradi nižjih agregatnih posojil znižajo investicije in s tem svojo potrošnjo. Vse to vodi do krčenja gospodarske aktivnosti (Mishkin, 2012).

Drugi dejavnik je **padec cen sredstev**. Cene delnic in nepremičnin se lahko dvignejo precej preko njihove ekonomske vrednosti (tj. realnih pričakovanih prihodnjih vrednosti sredstev). Pogosto so ti cenovni baloni motivirani tudi s prej omenjenim kreditnim balonom, kjer se iz kreditov v veliki meri kupujejo sredstva, kar jim dvigne ceno. Ko balon poči, se cene sredstev izenačijo s svojimi ekonomskimi vrednostmi, cene delnic in nepremičnin padejo, podjetjem se zniža neto vrednost (kot razlika med sredstvi in obveznostmi) in s tem vrednost zavarovanja, ki bi ga podjetja lahko uporabila pri najemanju kreditov. Podjetja imajo manj za izgubiti, zato se začnejo obnašati bolj tvegano, kar poveča problem moralnega hazarda. Finančne institucije zmanjšajo posojanje, hkrati pa lahko ti padci cen sredstev znižajo njihovo neto vrednost in s tem poslabšajo tudi njihove bilance, kar še dodatno povzroči znižanje agregatnega povpraševanja in gospodarske aktivnosti (Mishkin, 2012).

Tretji faktor začetka finančne krize je **povečanje negotovosti**. Z recesijo, zlomom trga vrednostnih papirjev ali pomembnega podjetja se zgodi dramatično povečanje negotovosti na finančnih trgih. To povzroči slabše prepoznavanje dobrih od slabih tveganj na strani posojilodajalcev in s tem še večjo asimetrijo informacij na finančnih trgih in poslabša problem škodljive izbire. Nesposobnost posojilodajalcev, da bi rešili problem škodljive izbire, povzroči, da so manj nagnjeni k posojanju, kar pelje k znižanju kreditne aktivnosti, investicij, agregatnega povpraševanja in splošne gospodarske aktivnosti (Mishkin, 1992).

Naslednja stopnja finančne krize in faktor, ki povzroča finančno krizo, je **bančna kriza**. Poslabševanje bilanc bank in težji pogoji poslovanja pripeljejo nekatere banke do negativne neto vrednosti in s tem nesolventnosti. Nezmožnost izplačevanja depozitov in poplačevanja svojih posojilodajalcev povzroči, da nekatere banke prenehajo poslovati. To lahko pripelje do navala na banke, ob katerem lahko vzajemno propade več bank, zaradi asimetričnosti informacij tudi tiste, ki v osnovi niso imele problema s solventnostjo. Z manjšim številom bank se zmanjša dotok informacij o kreditni sposobnosti posojilojemalcev, kar še poveča problema moralnega tveganja in škodljive izbire ter poglobi finančno krizo. Sledi propad tistih podjetij skozi celotno gospodarstvo, ki nimajo dovolj lastnih sredstev za financiranje investicijskih projektov in padec agregatne ekonomske aktivnosti (Mishkin, 2012).

Zadnja stopnja finančne krize je deflacija dolga, ki se zgodi, če predhodni dve fazi in poslabšanje gospodarske aktivnosti pripeljejo do **nepričakovanega ostrega upada ravni cen**. Ta še dodatno poslabša neto vrednost podjetij zaradi vse večje obremenjenosti z dolgom. Vse navedeno ponovno dodatno poveča problema moralnega hazarda in škodljive izbire, s katerima se soočajo posojilodajalci. To pripelje do dolgoročnega znižanja gospodarske dejavnosti (Mishkin, 2012).

2.2 Razvoj globalne finančne krize in njen vpliv na gospodarstvo

Globalni finančni trg je v treh desetletjih pred finančno krizo leta 2008 rasel z izjemno hitrostjo. Temu so botrovali hiter tehnološki napredek in liberalizacija trgov, razvoj finančnih produktov in izvedenih finančnih instrumentov. Tako so se globalna finančna sredstva v svetovnem BDP-ju v obdobju 1980–2006 več kot potrojila, sama vrednost svetovnih finančnih sredstev pa je narasla za skoraj petkrat, kar je prispevalo h globini in fleksibilnosti trga. Vzporedno s tem se je močno povečala prepletenost regionalnih finančnih trgov – tuji investitorji so imeli v letu 2006 v lasti vsako četrto delnico, kar predstavlja trikratno povečanje od leta 1990 (Prašnikar & Cirman, 2008).

Z vse večjim pomenom finančnega trga ter prepletenostjo finančnih trgov je porasla tudi nevarnost ekonomskih posledic finančne krize ter verjetnost hitrejšega prenosa med posameznimi trgi, kar se je izkazalo v krizi leta 2008. Ta je izbruhnila na ameriškem trgu

drugorazrednih nepremičninskih posojil (Prašnikar & Cirman, 2008) konec leta 2007 oziroma v začetku leta 2008 s propadom družbe Bear Sterns ter se nadaljevala z objavo bankrota investicijske banke Lehman Brothers in zavarovalnice AIG (Mishkin, 2011). Kapitalski trg je reagiral s hitrim padcem delnic finančnega sektorja, nato pa se je kriza razširila v realno gospodarstvo ter na globalno raven (Szyszka, 2010).

Tako se je s finančno krizo, ki se je začela v letu 2007, začelo najhujše krčenje ekonomije ZDA po 2. svetovni vojni. BDP je v četrtem kvartalu leta 2008 padel za 5,4 % ter v prvi polovici leta 2009 za 6,4 % na letni ravni, nezaposlenost se je močno dvignila in je do oktobra presegla 10 %. Sledila je svetovna recesija s padcem svetovne ekonomske rasti za 6,3 % v zadnjem kvartalu leta 2008 in 7,3 % v prvem kvartalu leta 2009 (Mishkin, 2011).

Finančna kriza močno prizadene realni gospodarski sektor, in sicer preko tradicionalnega denarnega kanala, preko kreditnega kanala ter preko kanala bilance stanja. Pri denarnem kanalu je cena denarja tista, ki vpliva na spremembo ponudbe denarja in posledično na investicijske odločitve podjetij. Pri kreditnem kanalu se zaradi zmanjšanja ponudbe denarja zniža vrednost in zaostrijo pogoji za pridobivanje posojil. Pri kanalu bilance stanja se zaradi padanja cen proizvodov (storitev) podjetij poveča realni dolg podjetja, posojilodajalci pa v teh razmerah dajejo prednost velikim, manj tveganim, bolj raznolikim podjetjem (Albreht et al., 2008), ki manj potrebujejo zunanje financiranje.

Po Mishkinu (2011) obstajajo trije med seboj povezani vzroki, zakaj finančna kriza pripelje do ostrega gospodarskega padca:

- konvencionalna monetarna politika je neučinkovita – čeprav se zniža obrestna mera zakladnih menic zaradi vse šibkejšega gospodarstva in rahljanja monetarne politike, se obrestne mere, relevantne za gospodinjstva in podjetja, dvignejo, kar povzroči padec agregatnega povpraševanja,
- padec cen sredstev med finančno krizo povzroči padec vrednosti zavarovanj, kar pri podjetjih povzroči težjo izposojlo sredstev; poleg tega nižje posojanje sredstev povzroči poslabšanje bilanc bančnih institucij (razdolževanje), iz česar sledi nižja poraba,
- splošen dvig negotovosti pripelje do povečanja asimetričnosti informacij, kar še dodatno prepreči finančnim trgov, da bi sredstva razporedili h gospodinjstvom oziroma podjetjem z bolj produktivnimi investicijskimi projekti.

Posledice finančne krize so zaostreni pogoji financiranja oziroma, povzete po različnih študijah, naslednje (Albreht et al., 2008):

- obrestna mera se za podjetja relativno visokim finančnim vzvodom dvigne bolj kot za podjetja z nižjim finančnim vzvodom, hkrati se jim zmanjša obseg kreditov,

- posojilodajalci ponujajo kredite po nižjih obrestnih merah tistim podjetjem, s katerimi že dalj časa poslujejo in imajo več informacij o njihovem poslovanju,
- večje obrestne mere predstavljajo večje tveganje nevračila zaradi želenih večjih donosov in posledično večje nagnjenosti posojilojemalca k tveganju; banke odobrijo posojila samo do določene višine obrestne mere in v primeru previsokega tveganja raje ne posojajo,
- višji stroški financiranja zaradi višje obrestne mere oziroma višjega pribitka na obrestno mero ter dodatnih pogojev, ki jih morajo podjetja upoštevati.

Odzivi realnega sektorja na zaostrene pogoje eksternega pridobivanja denarja so zmanjšanje naložb v stalna sredstva, prilagoditev denarnega toka podjetja ter zmanjšana proizvodnja. Podjetja povečajo likvidna sredstva in se na slabše pogoje financiranja ter prihodnje investiranje pripravijo z notranjimi viri, odzovejo pa se tudi z zniževanjem finančnega vzvoda. V času krize postane zelo pomembna politika obratnega kapitala, s katero podjetja ublažijo negativne posledice pomanjkanja kreditov (Albreht et al., 2008).

Mnenje nekaterih avtorjev je, da podjetja v času krize držijo nadpovprečne vrednosti količine denarja in jih uporabljajo za naložbe. Vendar pa je teh sredstev manj kot bi podjetja potrebovala posojil, zato podjetja investirajo manj, kar vodi v nižjo gospodarsko rast. Večja in bolj zrela podjetja z višjimi izplačili dividend naj bi lažje pridobivala eksterne vire financiranja kot manjša podjetja v začetnih fazah življenjskega cikla. Podjetja z dostopom do zunanjih virov financiranja precej lažje preživijo krizo in jim ni treba zniževati števila zaposlenih in zmanjševati proizvodnje (Albreht et al., 2008).

Podjetja se odzovejo na finančno krizo s prelaganjem investicijske aktivnosti v prihodnost ter s financiranjem dolgoročnih sredstev s kratkoročnimi viri (kar jim dviguje tveganost), saj jim banke ne morejo zagotoviti pravilne ročnosti posojil in s tem omogočiti lažjega prehoda skozi krizo (Albreht et al., 2008).

2.3 Finančno-gospodarska kriza v Sloveniji in njen vpliv na trg kapitala

V Sloveniji se je v letih po osamosvojitvi ter pred krizo sledilo splošnim svetovnim trendom, kjer je prevladoval liberalni tržni model, ki se je v svetu uveljavil na začetku 80. let. V predhodnem obdobju so tako v Sloveniji kot tudi v razvitih zahodnih ekonomijah uporabljali dobre prakse za opis finančnega obnašanja podjetij in investorjev. Nato se je fokus preusmeril v maksimiziranje premoženja lastnikov podjetij kot edinemu pravemu modelu za odločanje po teoriji popolnih trgov, katere ključna predpostavka je, da se ljudje obnašajo skrajno racionalno. V javnih financah so države vpeljevale vse bolj stimulative davčne sisteme za lastnike kapitala. Povečane finančne aktivnosti ameriških institucij in posledično tudi institucij drugje po svetu v okolju zelo liberalnega tržnega okvira so pripeljale do vlaganj prevelikih finančnih sredstev v dolgoročno neupravičene naložbe.

Poslovanje podjetij je vse bolj sledilo odločitvam na prej omenjenih modelih, računovodstva so prešla na vrednotenja po poštenih vrednostih. To vrednotenje sledi tržnim cenam, ki naj bi bile edine prave, kar pa ne drži. Teoretično in empirično je namreč dokazano, da so tržne cene lahko tudi daljša obdobja previsoke ali prenizke. Navedeno pomeni, da so bili računovodski izkazi tudi v slovenskih podjetjih v letih pred krizo večinoma prenapihnjene in so prikazovali dobičke le na papirju. Sistem naj bi podpiral dolgoročno nevzdržno obnašanje (Mramor, 2009).

Slovenija je pred krizo beležila eno največjih rasti borznih indeksov na svetu zaradi pregretosti in precenjenosti domačega trga. V letu 2008 je prišlo do borznega zloma in Slovenija je bila ena redkih držav, ki v prihodnjem letu še ni zaznala okrevanja trga kapitala. Posamezni investitorji, ki so prevladovali na slovenskem trgu kapitala, so se umaknili v manj tvegane oblike naložb. Za delniške družbe se je izkazalo, da so prezadolžene, preveč odvisne od bančnih kreditov in hkrati nesposobne pridobiti financiranje s strani svojih lastnikov (finančnih holdingov, državnih skladov, države, povezanih družb, prevzemnih družb v lasti menedžerjev in drugih zaposlenih). Nerazvitost oziroma neopravljanje temeljne funkcije dodatnega financiranja izdajateljev preko izdaje delnic in obveznic s strani primarnega trga kapitala se je izkazalo za ključno pri finančno-gospodarski krizi Slovenije (Simoneti, 2010).

Padec cen delnic na slovenski borzi je bil prvi znak, da se bo kriza zaradi izgube premoženja podjetij, bank in posameznikov prenesla na slovensko gospodarstvo. Finančna kriza je v Sloveniji nastala predvsem zato, ker banke niso mogle oziroma so težje pridobivale posojila na mednarodnih finančnih trgih. Kapitalski trg je prvi pokazal na najbolj kreditno izpostavljena podjetja. V nadaljevanju se je spremenila dinamika dajanja posojil realnemu sektorju, saj so banke upočasnile dajanje kreditov, dvignile obrestne mere in skrajšale ročnost posojil (Albreht et al., 2008; Simoneti, 2010).

Majhnost in odprtost slovenskega gospodarstva pomeni precejšnjo odvisnost od izvoza. S širitvijo finančne krize iz ZDA v ostale dele sveta, tudi v Evropo, ter prenosom krize iz finančnega v realni sektor, so podjetja držav uvoznic slovenskih izdelkov zmanjšala svojo proizvodnjo in posledično svoja naročila. Tako so na primer zaradi zmanjšanja povpraševanja po avtomobilih v EU proizvajalci zmanjšali naročila komponent, slovenska podjetja pa so morala zmanjšati proizvodnjo in odpuščati zaposlene (Zorc, 2013). Padanje cen nepremičnin oziroma po ocenah nekaterih pok nepremičninskega balona v Sloveniji je dodatno prizadel finančni sektor ter hkrati tudi realni sektor, predvsem gradbeništvo (Štiblar, b.l.; Zorc, 2013). Trg je s tem pokazal na podjetja in dejavnosti, ki so bili v nadaljevanju najbolj prizadeti (Simoneti, 2010).

V preteklih desetih letih smo v Sloveniji doživeli najprej obdobje gospodarske rasti, ki je temeljilo na prekomernem zadolževanju in prevzemanju tveganja tako s strani finančnega

sektorja kot tudi s strani realnega sektorja (Banka Slovenije, 2014). V letih visoke gospodarske rasti (2005–2008) so se investicije podjetij povečale za polovico in so bile v veliki meri financirane s posojili bank (Statistični urad Republike Slovenije, 2015). V strukturi slovenskih podjetij se je pred krizo močno zmanjšal delež lastniškega in povečal delež dolžniškega kapitala, kar je pomenilo večjo ranljivost gospodarstva v času finančne krize (Banka Slovenije, 2015). Temu je sledilo obdobje krčenja, ko se je bistveno znižala dostopnost do tujih virov financiranja, in nato razdolževanje, znižanje investicij in gospodarske aktivnosti ter povečevanje obsega slabih posojil. Sledila je recesija, ki je bila po kumulativnem padcu BDP takoj za Grčijo (Banka Slovenije, 2014). Damijan (2012) celo meni, da se je kriza v Sloveniji, v nasprotju s preostalimi članicami EU, ki so šle skozi V-obliko krize (države so že proti koncu letu 2009, podobno kot ZDA, začele kazati gospodarsko okrevanje), razvila v L-obliko krize, pri kateri linija gospodarske rasti ni vodoravna, temveč je celo negativna.

Specifičen položaj Slovenije je v finančni krizi glede na ostale evropske države izhajal iz relativno visoke inflacije pred uvedbo evra in visoke bonitetne ocene po uvedbi. To je finančnemu sektorju prineslo možnost praktično neomejenega zadolževanja po realno ničelni obrestni meri in posledični presežek denarnih sredstev, ki ga je med drugim plasiral tudi podjetjem. Pri tem so banke premalo pazile na dobičkonosnost oziroma neto denarni tok financiranih projektov, ki sami po sebi niso bili sposobni zagotoviti denarja za poplačilo dolga. Ti ugodni pogoji so se s strani podjetij uporabljali predvsem za konsolidacijske procese in ne za financiranje razvoja. Po finančnem zlomu je tudi v Sloveniji zmanjkalo poceni kapitala in tako banke kot tudi podjetja so morali začeti vračati svoje dolgove. Nefinančnim družbam v indeksu SBI 20 so tako v prvih devetih mesecih leta 2009 prihodki iz prodaje upadli za desetino, dobiček iz poslovanja za tretjino, čisti dobiček pa skoraj za polovico. Kriza je v Sloveniji osvetlila togost podjetniškega okolja. Podjetja namreč niso bila sposobna ali pripravljena optimizirati pogojev poslovanja (predvsem stroškov dela) enako agresivno, kot so to storila podjetja v tujini (Mastnak, 2010).

Evropska in ameriška podjetja so se na kreditni krč odzvala z izdajanjem obveznic, s katerimi so refinancirala kratkoročne dolgove v dolgoročne in s tem izboljšala pogoje za obstoj v času finančne krize. Slovenska podjetja te možnosti niso imela zaradi slabe razvitosti finančnega sektorja ter neenakopravne možnosti za pridobivanje tujega kapitala (zaradi davka po odbitku, ki ga morajo plačati tuji investitorji). Podjetja prav tako kot trga obveznic niso uporabljala tudi primarnega delniškega trga za zbiranje kapitala. Kapital je na ta način zbirala le država za privatizacijo državnih podjetij ter nekaj podjetij z izdajo novih delnic ter dokapitalizacijo obstoječe kapitalske strukture (le Gorenje med nefinančnimi družbami). Namen teh postopkov je bil v prvi vrsti vpliv na lastniško strukturo. V postopkih je šlo predvsem za izkoriščanje pasivnosti pretežnega deleža

delničarjev (lastniki certifikatov), zaradi česar so lahko lastniki z le nekaj odstotnim deležem v praksi obvladovali družbo (Mastnak, 2010).

Glavne razloge za navedeno gre iskati v nizki absorpcijski sposobnosti domačega trga kapitala – predvsem zaradi zmanjšane pripravljenosti slovenskih malih vlagateljev na sodelovanje v procesu javne prodaje, kar je posledica slabih izkušenj s prodajami ter majhnosti izdaj. Na drugi strani pa so investicijski skladi svoje naložbe pretežno usmerili stran od domačega trga – po podatkih Agencije za trg vrednostnih papirjev je bilo na koncu novembra 2009 v upravljanju slovenskih vzajemnih skladov 1,8 milijarde evrov, od tega v domačih delnicah le približno petino. Skupna vrednost sredstev v upravljanju slovenskih investicijskih skladov, ki je v letu 2009 znašala 2,2 milijarde evrov, je še vedno skromna in sama ne more poskrbeti za zadostno povpraševanje po vrednostnih papirjih na primarnem trgu (Mastnak, 2010).

Slovenska podjetja so relativno majhna, njihova prepoznavnost v tujini je na nizki ravni, zaradi česar imajo težave z vzbujanjem večjega interesa tujih vlagateljev. Vse to oteži javne prodaje na večjih tujih trgih. Te so namreč zaradi veliko ekonomskih, komunikacijskih in pravnih znanj, potrebnih za prodaje na takih trgih, stroškovno zelo zahtevne, predvsem pri manjših izdajah delnic in/ali obveznic (Mastnak, 2010).

Slovenski kapitalski trg v svoji relativno kratki zgodovini zaradi svoje majhnosti in posledične nižje ravni likvidnosti nikoli ni spadal med najbolj razvite na svetu in ne gre ga primerjati z razvitimi zahodnimi kapitalskimi trgi. Vsekakor ne likvidnosti kapitalskega trga in ne izhodu slovenskih podjetij oziroma slovenskega gospodarstva iz krize ne pomagajo odhodi slovenskih podjetij z Ljubljanske borze.

Danes vemo, da je imela finančna in nato gospodarska kriza v Sloveniji, ki je nastopila dokaj hitro po objavi finančne krize v ZDA, obliko črke W. Medtem ko so si gospodarstva večine svetovnih držav že v prihodnjem letu po nastopu krize opomogla, je bila Slovenija med redkimi državami, v katerih se je kriza razpotegnila tudi v nadaljnja leta. Prvo dno krize je Slovenija doživela leta 2009 (predvsem zaradi negativne rasti dodane vrednosti s strani nefinančnih družb, negativnega gibanja bruto investicij ter negativnega gibanja izvoza blaga in storitev). Ob tem je bil po podatkih Statističnega urada Republike Slovenije (2015) manjši upad BDP-ja in dodane vrednosti razviden že leta 2008, čemur je prav tako botrovala predvsem negativna rast dodane vrednosti nefinančnih družb oziroma majhnost in odprtost slovenskega gospodarstva. Dnu leta 2009 je sledila rahla rast do leta 2011, in ko je že kazalo, da se bo Slovenija počasi le izvlekla iz krize, se je zgodilo leto 2012 ter drugo dno finančno-gospodarske krize, tokrat predvsem zaradi negativne rasti dodane vrednosti finančnih družb ter gospodinjstev. V letu 2013 je bila rast dodane vrednosti še negativna, v letu 2014 pa sta bila tako rast BDP-ja kot dodane vrednosti že pozitivna.

3 PREGLED EMPIRIČNIH RAZISKAV DIVIDENDNE POLITIKE

3.1 Empirične raziskave teorije življenjskega cikla dividendne politike

Vse teorije življenjskega cikla dividendne politike implicitno ali izrecno temeljijo na izključevanju (angl. *trade-off*) med prednostmi (prihranki pri stroških izdaje) ter stroški zadržanja dobičkov (stroški agentov prostega denarnega toka. To izključevanje s časom in zrelostjo podjetij oziroma z akumulacijo dobičkov in manjšanjem investicijskih priložnosti povzroči, da postane izplačevanje dobičkov lastnikom vse bolj zaželeno (DeAngelo et al., 2006).

Empirične analize, ki bi testirale teorijo življenjskega cikla v povezavi z izplačilom dividend, so se začele z raziskavo Fama in Frencha (2001), ki sta raziskovala dejavnike ter vzorce politike dividend javnih delniških družb v ZDA v letih 1926–1999. Njuna raziskava implicitno nakazuje na to, da dejavniki teorije življenjskega cikla ključno vplivajo na odločitev podjetja o plačevanju dividend. Predvsem je pomembno dognanje, da so podjetja, ki izplačujejo dividende, velika (v povprečju desetkrat večja kot podjetja, ki dividend ne izplačujejo), visoko dobičkonosna (podjetja, ki izplačujejo dividende, so bolj dobičkonosna od podjetij, ki dividend ne izplačujejo, ta pa so bolj dobičkonosna od podjetij, ki so prenehala s plačevanjem dividend in so v stiski z nizkimi prihranki in investicijami) in imajo dovolj zadržanih dobičkov, da pokrijejo svoje potrebe po investiranju. Podjetja, ki dividend ne izplačujejo, imajo veliko investicijskih priložnosti, njihove investicije presegajo dobičke. Izplačevalci dividend imajo torej značilnosti zrelih podjetij, družbe, ki dividend ne izplačujejo, pa imajo značilnosti mladih, hitro rastočih podjetij (Fama & French, 2001).

Poleg navedenega avtorja ugotavljata, da se je proti koncu obdobja raziskovanja nagnjenost industrijskih podjetij k plačevanju dividend zmanjšala, kar pripisujeta uvrstitvi novih podjetij v borzno kotacijo od konca 70. let dalje. Pri tem so med novimi podjetji prevladovale predvsem družbe z velikimi investicijskimi priložnostmi, nizko dobičkonosnostjo in visokimi stopnjami rasti oziroma družbe v zgodnjih fazah življenjskega cikla (Fama & French, 2001).

Grullon, Michaely in Swaminathan (2002) poudarjajo, da sta ključna dejavnika dividendne politike zrelost podjetja ter spremljajoče znižanje sistemskega tveganja. Tudi oni se strinjajo, da so s podjetjem v zreli dobi povezani večji denarni tokovi, nižja investicijska dejavnost, nižja rast in nižja dobičkonosnost ter posledično višja dividendna izplačila. S tem naj bi povišanje dividend kazalo na prehod iz visoko v nizko rastočo ali zrelo fazo življenjskega cikla. Preučevali so spremembe dividend v letih 1967–1993 v ZDA in njihova ključna ugotovitev je obstoj povezave med spremembami dividendnih izplačil in sistemskim tveganjem lastniškega kapitala. Odkrili so statistično značilno povezanost med

dvigom dividend in znižanjem sistemskega tveganja ter med znižanjem dividend in zvišanjem sistemskega tveganja. Odkrili so tudi, da se znižanje tveganja odrazi tudi v izboljšanju kreditnega tveganja podjetja (Grullon et al., 2002).

DeAngelo et al. (2006) so testirali teorijo življenjskega cikla (v nadaljevanju DDS model) za dividendno politiko. Ocenjevali so ali je verjetnost oziroma nagnjenost podjetja k izplačilu dividend pozitivno povezana s kombinacijo vloženega in zasluženega kapitala oziroma ali so podjetja z relativno visokimi zadržanimi dobički v skupnem lastniškem kapitalu in v skupnih sredstvih bolj nagnjena k plačevanju dividend. Ocenjujejo, da je kombinacija vloženega in zasluženega kapitala dober približek stopnje življenjskega cikla podjetja, saj dobro prikazuje stopnjo zanašanja podjetja na zunanje in interno financiranje. Nizek koeficient imajo pogosto podjetja, ki potrebujejo dodatni kapital, medtem ko imajo visok koeficient običajno zrela podjetja, ki imajo dovolj akumuliranih dobičkov, da se sama financirajo. Kot taka so torej dobri kandidati za izplačevanje dividend (DeAngelo et al., 2006).

Poleg navedenega so v tej raziskavi predlagali teorijo življenjskega cikla podjetja, ki združuje elemente Jensenove teorije agentov (Jensen, 1986) z razvojem investicijskih priložnosti podjetja, kot ga razlagajo prej omenjeni Fama in French (2001) ter Grullon et al. (2002). Analiza javnih delniških družb po modelu DeAngela et al. (2006) v ZDA med letoma 1972 in 2002 potrjuje teorijo, saj ugotavlja pozitivno povezavo med nagnjenostjo k plačevanju dividend in kombinacijo vloženega in zasluženega kapitala ob kontroliranju spremenljivk dobičkonosnost, rast in velikost podjetja, celotni lastniški kapital, denarna bilanca in dividendna zgodovina. Vse te spremenljivke vplivajo na odločitve o izplačevanju dividend po Fami in Frenchu (2001). Po tej teoriji podjetja svojo dividendno politiko optimalno spreminjajo glede na razvoj svojih investicijskih priložnosti. V zgodnjih letih obstoja plačujejo nizke dividende, saj njihove investicije presegajo interno ustvarjeni kapital, v kasnejših letih pa ta začne presegati investicijske priložnosti. Takrat podjetja izplačujejo presežni prosti denarni tok, da minimizirajo verjetnost slabe porabe prostega denarnega toka (Denis & Osobov, 2008)

Denis in Osobov (2008) sta analizo razširila na podjetja v Kanadi, Nemčiji, Franciji, Veliki Britaniji in na Japonskem, kjer sta prav tako kot DeAngelo, DeAngelo in Stulz našla močno povezanost nagnjenosti k plačevanju dividend z razmerjem med zadržanimi dobički in skupnim lastniškim kapitalom. Dokazala sta, da dejavniki, kot so velikost podjetja, možnost rasti in dobičkonosnost podjetja, vplivajo na izplačilo dividend. Prav tako sta dokazala teorijo življenjskega cikla podjetja in s tem tudi ključne predpostavke modela, kot je ta, da imajo zrela podjetja (večja, bolj dobičkonosna podjetja, kjer zadržani dobički predstavljajo večji del lastnega kapitala) večjo nagnjenost k plačevanju dividend zaradi rastočih stroškov ohranjanja oziroma vse nižjih možnosti rasti. Hkrati so rezultati pokazali dvom v relevantnost teorij signaliziranja, klientov in teorije zadovoljevanja investitorjev.

Kar nekaj avtorjev je raziskovalo izplačila evropskih podjetij in ugotovilo, da so dividendne politike podjetij v Evropi precej podobne tistim v ZDA, pri čemer pa iz raziskave Von Eija in Meggisona (2008) izhaja, da med državami v Evropi ne obstaja kakršno koli približevanje skupni politiki dividend. Avtorja sta ugotovila, da v evropskih državah zadržani dobički v skupnem lastniškem kapitalu podjetij niso značilno povezani z izplačili dividend, kar je v nasprotju z ugotovitvijo DeAngela et al. (2006). Avtorja nista našla potrditve teorije zadovoljevanja investitorjev, podobno kot Denis in Osobov (2008). Pomemben je rezultat analiz intervjujev evropskih managerjev, ki podobno kot v ZDA dajejo velik pomen glajenju dividend ter jih zelo neradi tako znižujejo kot zvišujejo, kar je ugotovil že Lintner (1956).

Vse navedeno kaže na dejstvo, kako ključne so specifike posameznih držav (npr. zakonodaja, institucionalne specifike ter karakteristike podjetij, s katerimi se prilagajajo tako notranjemu kot tudi institucionalnemu okolju) pri odločanju o izbiri dividendne politike posameznih podjetij.

3.2 Empirične raziskave v času globalne finančne krize

Svetovna gospodarska kriza, ki je sledila finančni krizi, ima vpliv tudi na dividendno politiko podjetij. Tako je od 7.000 javnih delniških družb v ZDA v prvem kvartalu leta 2009 le 283 družb objavilo dvig dividend, 367 pa je bilo objav o znižanju dividend, kar naj bi po ocenah predstavljalo 77 milijard ameriških dolarjev (v nadaljevanju USD). Navedeno predstavlja neverjeten obrat razmerja objavljen dvig v objavljenem znižanju dividend, ki se je do začetka leta 2009 dvignil kar na 15 : 1. Tudi razmerje za S&P 500 je 74 : 54, ob čemer je 9 podjetij ukinilo plačevanje dividend; v prvem kvartalu 2007 je to storilo le eno podjetje (Brigham & Daves, 2013).

Ni dileme, da je kriza leta 2009 v ZDA zelo slabo vplivala na dividendna izplačila. Kar nekaj virov navaja znižanja dividendnih izplačil blizu 60 milijardam USD ter znižanja dividend v več kot 800 podjetjih (Hauser, 2013). V nadaljevanju bom predstavila nekaj empiričnih raziskav glede teh znižanj tako v ZDA kot tudi drugje po svetu.

Hauser (2013) je v raziskavi uporabil model življenjskega cikla podjetja, ki so ga s svojimi razlagami dividendne politike potrdili že Fama in French (2001) ter DeAngelo et al. (2006) kot odgovor na vprašanje, ali se je dividendna politika podjetij spremenila zaradi finančne krize. Analizo je delal na nefinančnih podjetjih ZDA v letih 2006–2009. Med finančno krizo, ko je na trgu pomanjkanje kapitala ter povečano finančno tveganje, naj bi podjetja varčevala oziroma prihranila denar – dvignila razmerje med denarnimi sredstvi v celotnih sredstvih, s čimer naj bi se izognila najemanju kreditov na ohromelih kreditnih trgih ter tako preživela recesijo (Hauser, 2013).

Testiral je, ali je nagnjenost podjetja k plačevanju dividend ter povečana verjetnost znižanja oziroma ukinitve dividend večja, kot je pojasnjena s finančnim stanjem podjetij. To je ugotavljal z uporabo interakcijskih spremenljivk. Binarno spremenljivko, ki je enaka 1 v letih krize in 0 v preostalih letih, je pomnožil s finančnimi spremenljivkami. V primeru, da bi bila znižana verjetnost izplačevanja/zniževanja dividend pojasnjena samo s poslabšanjem finančnih spremenljivk DDS modela, bi to pomenilo, da ni spremembe dividendne politike. V primeru povečanja vpliva koeficientov interakcijskih spremenljivk glede na koeficiente osnovnih spremenljivk na nagnjenost k plačevanju/zniževanju dividend ali povečanja značilnosti interakcijskih koeficientov, se je po Hauserju (2013) politika dividend spremenila. Pri testiranju nagnjenosti k izplačevanju dividend je podobno kot DeAngelo et al. (2006) uporabil tudi spremenljivko odložene dividende, ki je statistično značilna in močno povezana z verjetnostjo izplačila v tekočem letu.

Njegove ugotovitve so, da se je verjetnost za plačevanje dividend v letih 2008 in 2009 zmanjšala ter da se je bistveno povečala verjetnost ukinitve oziroma znižanja dividend (s 13,6 % v letu 2006 na 32,1 % v letu 2009). V primeru, da je bila mediana denarnega razmerja, ki je izračunano kot delež denarja v skupnih sredstvih podjetja, enaka 5,8 %, je bila verjetnost znižanja dividend pred krizo 14-%, po krizi pa 25,5-%. Poleg tega visoko denarno razmerje pred krizo ni imelo pomembnega vpliva na verjetnost znižanja dividende, po krizi pa so nizka denarna razmerja povečala verjetnost znižanja dividend. S tem je dokazal ključni pomen denarja po krizi ter spremembo dividendne politike kot posledico finančne krize (Hauser, 2013).

Čeprav naj bi bilo zmanjšanje dividend prej redkost kot pravilo, se je nagnjenost k zniževanju dividend med krizo povečala. Rezultati analize kažejo na to, da finančna sposobnost podjetja med krizo vpliva na odločitev podjetja o nadaljnjem plačevanju ali zmanjšanju/ukinitvi plačevanja dividende. Navedeno nakazuje na to, da je ohranjanje oziroma dvig denarnega razmerja v času krize bolj pomembno od ohranjanja dividendne politike (Hauser, 2013).

Podobno kot Hauser tudi Bliss, Cheng in Denis (2015) ugotavljajo, da je šok v ponudbi kreditov med finančno krizo povzročil povečanje marginalnih prednosti držanja denarja oziroma dovolj povečal stroške zunanjega financiranja, da so si nekatera podjetja z znižanjem dividendnih izplačil zagotovila denar za financiranje investicijskih projektov. Znižanje izplačil je značilno za podjetja, ki so bolj občutljiva za zunanje finančne šoke – podjetja z višjim finančnim vzvodom, boljšimi možnostmi rasti in manj denarja. Ta podjetja naj bi uporabila denar od neizplačanih dividend za ohranjanje nivoja denarja ter za investiranje. Ugotavljata, da ima sam šok zmanjšanja ponudbe kreditov minimalen vpliv na investiranje podjetij, saj ta lahko pridobijo alternativne vire financiranja. Tako naj bi prav znižanje izplačil dividend služilo kot alternativni vir financiranja.

Campello, Graham in Harvey (2010) so v svoji raziskavi na podlagi intervjujev 1.050 finančnih direktorjev družb iz 39 različnih držav Evrope, Azije in ZDA, izvedenih v letu 2008, ugotovili, da so družbe z omejenimi finančnimi sredstvi med krizo načrtovale večje redukcije investicij, stroškov marketinga in zaposlenih ter vlaganja v tehnologijo kot podjetja z neomejenimi finančnimi sredstvi. Raziskava je pokazala tudi, da so prve predvidevale porabo večjega dela prihrankov in nameravale globlje zarezati v planirano distribucijo dividend (v povprečju 14-% znižanje). Predvideno znižanje dividend drugih podjetij je bilo precej manjše, a je bilo v povprečju kljub temu predvideno. Prav tako je 90 % direktorjev teh družb menilo, da bo pomanjkanje kreditov omejilo vlaganje v donosne projekte, več kot polovica podjetij pa naj bi bila primorana opustiti donosne projekte.

Al Malkawi, Bhatti in Magableh (2014) so proučevali problema uravnavanja oziroma glajenja dividend in signaliziranja ter skušali prikazati vpliv finančne krize na stabilnost izplačevanja dividend za podjetja v Omanu. Raziskava je potrdila ustreznost tako Lintnerjevega modela kot tudi modificiranega Lintnerjevega modela, uporabljenega za testiranje hipoteze signaliziranja. Lintnerjev model so razširili z binarno spremenljivko, ki je definirala oziroma ločila obdobje pred krizo (2001–2006) ter obdobje po krizi (2007–2010). Za odvisno spremenljivko so uporabili dividende na delnico, preostali neodvisni spremenljivki sta bili dobički na delnico ter pretekla dividenda na delnico. Ugotovili so, da je vpliv finančne krize na politiko dividend neznačilen.

Floyd, Li in Skinner (2015) so pokazali, da je imela finančna kriza podjetij v ZDA v letih 2007 in 2008 skromen vpliv na izplačila dividend nefinančnih družb. Agregatne dividende teh podjetij po letu 2002 počasi rastejo, vendar jih v večini let prehitevajo odkupi lastnih delnic, čeprav so dividende vse bolj koncentrirane v podjetjih, ki tudi odkupujejo lastne delnice. Ne glede na to, dividendna izplačila v analiziranih letih 1989–2012 vključno z leti finančne krize zmerno rastejo, pri čemer so stopnje izplačila dividend v zadnjih 15 letih stabilne. Skupna absolutna in relativna izplačila (dividende in odkupi) dosegajo v zadnjih letih, gledano zgodovinsko, visoke zneske. Tudi ti avtorji potrjujejo Lintnerjevo (1956) teorijo, da managerji niso pripravljeni zniževati dividend, ter njegovo teorijo glajenja. Za banke so skozi leta ugotovitve precej podobne, le da izkazujejo večjo nagnjenost k izplačevanju ter dvigovanju dividend. Ob začetku krize so banke izkazovale nenaklonjenost k zniževanju dividend, potem pa so v času razmaha krize agresivno znižale dividende zaradi potrebe po ohranjanju kapitala. Tako naj bi bil najpomembnejši razlog, zakaj dividende izplačujejo nefinančne družbe, pojasnjen s teorijo prostega denarnega toka, medtem ko teorija signaliziranja pojasnjuje izplačila bančnih dividend.

Med finančno krizo je ameriška centralna banka kar nekaj finančnim institucijam prepovedala izplačevanje dividend oziroma je izplačevanje dividend regulirala (Hauser, 2013). Abreu in Gulamhussen (2013) sta proučevala izplačila dividend s strani ameriških bank pred in med finančno krizo in ugotovila, da značilnosti podjetij, uporabljene v analizi

Fame in Frencha (velikost, dobičkonosnost in nizka stopnja rasti), pojasnjujejo politiko dividend v obeh obdobjih. Hkrati sta ugotovila, da teorija stroškov agentov še bolje pojasnjuje dividendno politiko bank, s čimer sta potrdila, da kljub prisotnosti eksterne regulacije v finančni industriji (npr. centralna banka) dividende še vedno do neke mere nadomeščajo nadzor teh regulatorjev v finančni industriji. Prav tako sta ugotovila tudi, da teorija signaliziranja prihodnih rasti podjetja pojasnjuje izplačila dividend, a le med krizo. Možna razlaga tega je, da imajo banke potrebo po signaliziranju le takrat, ko je celotni sektor pod pritiskom, in se na ta način na trgu želijo diferencirati kot boljše od povprečnih.

Bančni sektor je bil v zadnji globalni krizi močno prizadet, skladno s tem so cene delnic bank močno upadle. Kriza, ki se je začela v ZDA in razširila po celem svetu, je v Evropi povzročila spremembo Baselskih standardov z višanjem kapitalske ustreznosti za banke, kar je povzročilo potrebe po dodatnem kapitalu s strani Evropskih bank. Basse, Reddemann, Riegler in Graf von der Schulenburg (2014) so pri analizi evropske bančne industrije ugotovili, da signaliziranje in glajenje dividend nista ustrezna za pojasnjevanje dividendne politike. Na podlagi tega so zaključili, da se banke ne bi smele bati znižanja ali celo ukinitve dividend, temveč bi morale razmisliti o izboljšanju svoje finančne stabilnosti z ukinitvijo ali znižanjem dividend. S tem bi tudi lahko zadovoljile svoje potrebe po kapitalu, ki ga privatni investitorji ob že izvedenih novih izdajah delnic s strani bank v času krize niso bili pripravljeni vložiti vanje (povečati svoje izpostavljenosti do bank).

Iz zgornjega kratkega pregleda nekaterih empiričnih analiz plačevanja dividend v času finančne krize je razvidno, da tudi pri vprašanju, ali je finančna kriza vplivala na dividendno politiko podjetij, ni enoznačnega odgovora, podobno kot pri večini empiričnih raziskav teorij dividendne politike. V nekaterih državah nekatere raziskave kažejo na vpliv finančne krize na politiko dividend tako za finančne kot nefinančne družbe, spet druge analize obeh vrst podjetij pa kažejo na nepomemben vpliv krize.

3.3 Dosedanje raziskave politike dividend v Sloveniji

Tudi v Sloveniji so bile že izvedene študije dividendne politike. Ena izmed njih je študija Tilna Zugwitza, ki je raziskavo delal na podatkih podjetij, katerih delnice so uvrščene na Ljubljansko borzo. Njegove ugotovitve so, da višino dividende najbolje pojasnjuje višina dividende preteklega leta ter da je variabilnost višine dividend v povprečju nižja od variabilnosti dobička. Poleg višine pretekle dividende so dejavniki, ki pomembno vplivajo na višino dividende, še višina tekočega dobička na delnico, višina gibljivih sredstev na delnico in višina kratkoročnih obveznosti na delnico. Zaključil je z ugotovitvijo, da je pri izplačevanju ključna stalnost dividend, ki jih podjetja določajo v absolutnem znesku in ne kot vnaprej določen delež v dobičku. Slovenska podjetja torej sledijo politiki stabilne višine dividend. Poleg navedenega je pomembna še ugotovitev, da so podjetja, ki izplačujejo dividende, relativno večja, s povprečno višjo donosnostjo kapitala in sredstev.

Gre za finančno varnejša podjetja in stabilnejša podjetja z manjšo variabilnostjo dobička ter nižjo obremenjenostjo poslovnega izida s stroški dolga (Zugwitz, 2003).

V zadnjem času je bila narejena raziskava Tomaža Rozmana, ki je analiziral značilnosti dividendnih politik tujih zavarovalnic in jih primerjal z dividendno politiko Zavarovalnice Triglav d.d. ter preostalih slovenskih podjetij. Na podlagi tega je oblikoval tri možne dividendne politike, ki bi jim lahko sledila slovenska zavarovalnica (Rozman, 2013). Pri pregledu letnih poročil podjetij prve kotacije je ugotovil, da slovenska podjetja sledijo politiki stalnih dividend, ali pa dividende prilagajajo tekočim rezultatom (Rozman, 2013).

Še nekoliko novejša je raziskava Matjaža Mikluša (2014), ki se ukvarja z vplivom objav o povišanju dividend na ceno delnic za vzorec podjetij, vključenih v borzni indeks SBI TOP in testira teorijo signaliziranja. Njegova ugotovitev je, da objava predloga za povišanje dividend nima statistično pomembnih pozitivnih vplivov na ceno delnic (Mikluš, 2014).

4 EMPIRIČNA ANALIZA VPLIVA FINANČNE KRIZE NA POLITIKO DIVIDEND

4.1 Utemeljitev hipotez

Kot smo lahko videli iz predhodno opisanega teoretičnega ozadja, se rezultati empiričnih raziskav posameznih teorij medsebojno precej razlikujejo oziroma dajejo mešano podporo za ali proti posamezni teoriji. Edina teorija, ki je po Bakerju in Weigandu (2015) splošno podprta z empiričnimi analizami, je teorija življenjskega cikla izplačevanja dividend, ki je bila na primeru dividend prvič empirično dokazana na začetku tega stoletja. Hkrati je tudi iz Zugwitzove (2003) raziskave razvidno, da so v Sloveniji podjetja, ki izplačujejo dividende, relativno večja, stabilnejša, z višjo donosnostjo sredstev. Navedeno prav tako implicitno potrjuje ustreznost nekaterih spremenljivk modela življenjskega cikla podjetja za pojasnjevanje politike dividend slovenskih podjetij.

Glede na zgoraj navedeno je analiza dividendnih politik slovenskih podjetij v času finančne krize pripravljena na modelu življenjskega cikla dividendne politike DeAngela, DeAngela in Stulza oziroma na osnovi Hauserjeve raziskave dividendne politike v času finančne krize. Skladno s tem so pripravljene tudi hipoteze, ki so opredeljene in utemeljene v nadaljevanju tega poglavja. Hkrati z njimi je predstavljena teoretična osnova za uporabo odvisnih ter neodvisnih spremenljivk vsebovanih v modelu ter obrazložitev predvidenega vpliva neodvisnih spremenljivk na samo dividendno politiko javnih družb v slovenskih podjetjih.

V literaturi se uporabljajo različne spremenljivke, ki merijo izplačila dividend oziroma dividendno politiko podjetij. Take spremenljivke so na primer stopnja izplačila dividend,

dividendna donosnost ter absolutna višina izplačila dividend. V predhodni literaturi empiričnega preverjanja modela življenjskega cikla izplačevanja dividend so avtorji sicer uporabili binarno spremenljivko izplačevanja (oziroma neizplačevanja) dividend, jaz pa bom zaradi ocene vpliva finančne krize na višino dividendnih izplačil v modelu enkrat kot odvisno spremenljivko uporabila razmernostno spremenljivko stopnje izplačila dividende (v nadaljevanju DIV/NI), drugič pa razmernostno spremenljivko dividendne donosnosti (v nadaljevanju DPS/PPS). Da bi preverila, ali so podjetja zaradi nastopa finančne krize spremenila svoja izplačila, bom preverila naslednjo glavno hipotezo (v nadaljevanju H1).

H1: Globalna finančna kriza je vplivala na dividendno politiko oziroma izplačilo dividend v Sloveniji.

Prva izmed spremenljivk, ki sem jo uporabila, je spremenljivka zadržani dobički v kapitalu podjetja (v nadaljevanju RE/TE). To je po DeAngelu et al. (2006) spremenljivka, s katero so merili fazo življenjskega cikla podjetja. Avtorji zagovarjajo pozitivno povezavo med nagnjenostjo k plačevanju dividend ter razmerjem med zadržanimi dobički in trdijo, da je za podjetje, ki ima višji delež interno ustvarjenega kapitala v skupnem (interno zasluženem ter zunanje prispevanem) kapitalu, bolj verjetno, da bo izplačevalo dividende. Podjetja z nizko stopnjo zadržanih dobičkov RE/TE naj bi bila na stopnji, ko potrebujejo infuzijo kapitala, medtem ko naj bi bila podjetja z visokim RE/TE bolj zrela, z dovolj akumuliranimi dobički, da se v veliki meri lahko financirajo sama iz teh dobičkov. S tem naj bi bila ta podjetja dobri kandidati za izplačevanje dividend. Njihovi podatki kažejo na to, da verjetnost izplačevanja dividende na strani podjetja raste z zasluženim kapitalom v celotnem kapitalu družbe (DeAngelo et al., 2006). Enako pričakujem tudi jaz v hipotezi 2 (v nadaljevanju H2) za povezavo z mojo odvisno spremenljivko, čeprav avtorji, ki so preverjali hipotezo na podatkih evropskih podjetij (Von Eije & Megginson, 2008), niso našli statistično značilne korelacije med obema spremenljivkama.

H2: Razmerje zadržani dobički v skupnem kapitalu podjetij pozitivno vpliva na izplačilo dividend.

DeAngelo et al. (2006) so ugotovili, da obstaja pozitivna povezava med deležem zasluženega kapitala v skupnem kapitalu in deležem podjetij, ki izplačujejo dividende (ko je RE/TE visok/nizek, je delež izplačevalcev dividend visok/nizek oziroma delež izplačevalcev praktično doseže vrednost 0, ko so zadržani dobički podjetja zanemarljivi). Avtorji pri spremenljivki kapital v sredstvih niso našli podobne povezave z deležem izplačevalcev dividend. Prav tako praktično ni razlike med povprečjem spremenljivke pri izplačevalcih ter neizplačevalcih dividend. Ugotovili so, da kljub pozitivni povezanosti obstaja šibek dokaz za pozitiven vpliv deleža kapitala v sredstvih (v nadaljevanju TE/TA) v kombinaciji s spremenljivko RE/TE na verjetnost izplačevanja dividend. To pomeni, da za verjetnost izplačevanja dividend ni ključen kapital podjetja, temveč je ključna

kombinacija zasluženega in zunanje prispevanega kapitala. Da bi zagotovili, da testiranje ne bi zamenjalo oziroma pomešalo vpliva financiranja kapitala z učinkom sestave kapitala, so DeAngelo et al. (2006) v svoji analizi uporabili razmerje kapital v sredstvih podjetja. Enako kot ti avtorji tudi jaz v hipotezi 3 (v nadaljevanju H3) predpostavljam pozitiven vpliv med spremenljivko delež kapitala v sredstvih in odvisno spremenljivko izplačila dividend.

H3: Delež kapitala v sredstvih pozitivno vpliva na izplačilo dividend.

Delež denarja v sredstvih (v nadaljevanju CA/TA) je prav tako spremenljivka modela življenjskega cikla DeAngela et al. (2006). Načeloma velja, da ima podjetje, ki izplačuje dividende (podjetje v kasnejših fazah razvoja), več denarja in manjše investicijske priložnosti, zaradi česar je sploh sposobno izplačevati dividende. DeAngelo et al. (2006) v svoji raziskavi dokazujejo, zakaj ni nujno, da veliko ustvarjenega denarja v podjetju pomeni tudi večjo verjetnost izplačevanja dividend. Visoka količina denarja v podjetju namreč lahko pomeni pred kratkim izvedeno dokapitalizacijo podjetja, nizka deleža zadržanega dobička v kapitalu ter kapitala v sredstvih pa kažeta na to, da je podjetje še v fazi rasti (ko potrebuje dodatni kapital za svoje delovanje) in ne v fazi distribucije. Empirični analizi DeAngela et al. (2006) ter Hauserja (2013) prikazujeta negativno povezavo med deležem denarja v sredstvih podjetja. V hipotezi 4 (v nadaljevanju H4) predpostavljam pozitivno povezanost med denarjem v sredstvih podjetja z izplačilom dividend, saj vemo, da je zelo malo slovenskih javnih podjetij v preteklosti zbiralo kapital preko dokapitalizacije.

H4: Delež denarja v sredstvih podjetja pozitivno vpliva na izplačilo dividend.

Dobičkonosnost predstavlja spremenljivka donosnost sredstev (v nadaljevanju ROA). Fama in French (2001) ugotavljata, da imajo izplačevalci dividend višjo dobičkonosnost kot podjetja, ki dividend nikoli niso izplačevala, zadnji pa imajo višjo dobičkonosnost kot podjetja, ki so v preteklosti izplačevala dividende. Ugotavljata, da so ta razmerja še bolj poudarjena, če namesto donosnosti sredstev uporabita agregatne dobičke navadnih delničarjev v agregatnem knjižnem kapitalu. V modelu DDS je prav tako uporabljena donosnost sredstev za mero dobičkonosnosti podjetja (DeAngelo et al., 2006), ki so jo avtorji povzeli po raziskavi Fama in Frencha (2001). Hauser (2013) je poleg donosnosti sredstev uporabil še eno leto odloženo donosnost sredstev. Po teoriji naj bi bila bolj dobičkonosna večja, bolj zrela in stabilna podjetja, ki izplačujejo več dividend. Tudi empirične analize Fama in Frencha (2001), DeAngela et al. (2006) in Hauserja (2013) to potrjujejo oziroma potrjujejo, da je za bolj dobičkonosna podjetja bolj verjetno, da izplačujejo dividende. Tudi jaz v hipotezi 5 (v nadaljevanju H5) predpostavljam pozitiven odnos med tekočo dobičkonosnostjo in izplačilom dividend ter v analizo zaradi majhnega števila podjetij v vzorcu nisem vključila odložene spremenljivke donosnosti sredstev.

H5: Dobičkonosnost pozitivno vpliva na izplačilo dividend.

Enoletna rast čistih prihodkov od prodaje (v nadaljevanju SGR) predstavlja spremenljivko potencialne rasti oziroma spremenljivko investicijskih priložnosti podjetja. Teorija življenjskega cikla podjetja oziroma izplačevanja dividend predpostavlja, da mlada podjetja, ki so v fazi visoke rasti in potrebujejo denar za donosne investicijske projekte, ki jih je v takih podjetjih na pretek, ne izplačujejo dividend. Dividende izplačujejo zrela podjetja, ki imajo nižje stopnje rasti. Fama in French (2001) ugotavljata, da imajo podjetja, ki niso nikoli izplačevala dividend, ter podjetja, ki so prenehala z izplačevanjem dividend, najboljše možnosti za rast. V svojem modelu sta za kazalnika investicijskih priložnosti uporabila enoletno stopnjo rasti sredstev, delež izdatkov za razvoj in raziskave v sredstvih podjetja ter agregatno tržno vrednost sredstev v agregatni knjižni vrednosti sredstev. DeAngelo et al. (2006) so za rast uporabili enoletno rast prihodkov, enoletno rast sredstev ter tako imenovano razmerje tržne vrednosti v knjižni vrednosti podjetja. Hauser (2013) je uporabil le enoletno rast prihodkov. Podobno tudi jaz v svoji analizi za spremenljivko investicijskih priložnosti uporabim enoletno rast prihodkov od prodaje ter v hipotezi 6 (v nadaljevanju H6) predpostavljam negativno povezavo med rastjo čistih prihodkov od prodaje in odvisno spremenljivko.

H6: Rast čistih prihodkov od prodaje negativno vpliva na izplačilo dividend.

Za spremenljivko velikosti podjetja so avtorji, kot so Fama in French (2001) ter Denis in Osobov (2008), uporabili knjižno vrednost sredstev. DeAngelo et al. (2006) so kot približek velikosti podjetja uporabili percentile vrednosti kapitala, medtem ko je Hauser (2013) uporabil tržno vrednost podjetja (v nadaljevanju MV). Teorija predvideva, da je velikost podjetja pozitivno povezana z izplačevanjem dividend, saj naj bi bila večja podjetja hkrati tudi tista, ki so v kasnejši fazi razvoja in je zanje torej bolj verjetno, da izplačujejo dividende. Vsi navedeni avtorji na podlagi empiričnih analiz ugotavljajo, da so izplačevalci dividend veliko večji od podjetij, ki dividend ne izplačujejo, ne glede na to, katero spremenljivko za velikost so uporabili. Tudi jaz sem v svojem modelu uporabila tržno vrednost podjetja in v hipotezi 7 (v nadaljevanju H7) predpostavljam pozitivno povezanost tržne vrednosti in izplačila dividend.

H7: Tržna vrednost podjetja pozitivno vpliva na izplačilo dividend.

Večinoma avtorji v svojih modeli uporabijo tudi eno izmed oblik odloženega izplačila dividend, kar je skladno z Gordon-Lintnerjevo teorijo, katere ugotovitev med drugim je, da pretekla dividenda vpliva na tekoče izplačilo dividend podjetja. Fama in French (2001) ter Denis in Osobov (2008) v svojih raziskavah ne uporabijo odloženega izplačila dividende. Uporaba tega naj bi bila problematična, saj bi z modelom razlagali trenutno odločitev o izplačilu dividende z enako odločitvijo v preteklem letu, kar naj bi bilo zelo blizu uporabi

odvisne spremenljivke kot neodvisne spremenljivke v modelu (regresiranje spremenljivke same s sabo). V svojih analizah so status odložene dividende uporabili tako DeAngelo et al. (2006) kot tudi Hauser (2013) z obrazložitvijo, da uporaba te v modelu ne zajame celotnega učinka preostalih spremenljivk. Podobno kot Lintner (1956) je v svoji analizi dividendne politike slovenskih javnih delniških družb ugotovil tudi Zugwitz (2003). Skladno s teorijo sem tudi jaz vključila eno leto odloženo spremenljivko dividendnega izplačila (dividendne donosnosti oziroma stopnje izplačevanja dividend) in predpostavljam njen pozitiven in visok vpliv na tekoče izplačilo dividend.

H8: Eno leto odložena spremenljivka dividendnega izplačila pozitivno vpliva na tekoče izplačilo dividend.

V model sem zaradi preučevanja, kako je finančna kriza vplivala na dividendno politiko podjetij, ter na osnovi baznega leta 2007, vključila še binarne spremenljivke D08 (je enaka 1 v letu 2008 in 0 v vseh preostalih letih), D09 (je enaka 1 v letu 2009 in 0 v vseh preostalih letih), D10 (je enaka 1 v letu 2010 in 0 v vseh preostalih letih), D11 (je enaka 1 v letu 2011 in 0 v vseh preostalih letih), D12 (je enaka 1 v letu 2012 in 0 v vseh preostalih letih) in D13 (je enaka 1 v letu 2013 in 0 v vseh preostalih letih). Pričakovani predznaki za koeficiente posamezne binarne časovne spremenljivke so razvidni iz Tabele 1 in se približujejo podatkom glede trajanja in gibanja finančne krize v Sloveniji. Glede na uporabo obeh razmernostnih spremenljivk dividendnega izplačila kot odvisne spremenljivke v mojem modelu (zelo precenjene tržne vrednosti podjetij v vzorcu pred krizo in njihov velik padec v začetku krize ter veliko nihanje v čistih dobičkih podjetij, ki so leta 2010 v povprečju celo negativni) ter zaradi vpliva finančne krize tako na tržno vrednost in dobičke podjetja kot tudi na absolutno izplačilo dividend, pričakujem ali pozitiven ali negativen vpliv na dividendno politiko slovenskih javnih delniških družb po letih. Negativen predznak pričakujem v letih 2008 in 2009, pozitiven predznak v letih 2010 in 2011, v letih 2012 in 2013 pa ponovno negativen predznak.

V Tabeli 1 so zaradi preglednosti prikazane vse v modelu uporabljene spremenljivke.

Tabela 1: Opis spremenljivk, uporabljenih v analizi

Spremenljivka	Oznaka	Opis spremenljivke	Pričakovani predznak
Izplačilo dividend	Y_t	Odvisna spremenljivka kot stopnja izplačila dividend (izplačane dividende v dobičku) oziroma dividendna donosnost (vrednost dividende na delnico v ceni delnice).	/

se nadaljuje

Tabela 1: Opis spremenljivk, uporabljenih v analizi (nad.)

Spremenljivka	Oznaka	Opis spremenljivke	Pričakovani predznak
Zadržani dobički v kapitalu	RE/TE_{t-1}	Delež zadržanih dobičkov oziroma rezerv iz dobička v celotnem kapitalu posameznega podjetja, ki v modelu predstavlja ključno spremenljivko finančnega razmerja.	+
Delež kapitala v sredstvih	TE/TA_{t-1}	Delež kapitala v sredstvih podjetja, ki v modelu predstavlja ključno spremenljivko finančnega razmerja.	+
Denar v sredstvih	CA/TA_{t-1}	Delež denarja v celotnih sredstvih posameznega podjetja, ki v modelu predstavlja ključno spremenljivko finančnega razmerja.	+
Dobičkonosnost	ROA_{t-1}	Donosnost celotnih sredstev oziroma čisti obračunski izid poslovnega obdobja v sredstvih posameznega podjetja, ki v modelu predstavlja dobičkonosnost.	+
Investicijske priložnosti podjetja	SGR_{t-1}	Enoletna rast čistih prihodkov od prodaje, ki v modelu predstavlja spremenljivko potencialne rasti podjetja.	-
Velikost podjetja	MV_{t-1}	Tržna vrednost posameznega podjetja, ki v modelu predstavlja velikost podjetja.	+
Odloženo izplačilo dividend	$Y_{(t-1)}$	Eno leto odložena spremenljivka izplačila dividend, merjena s stopnjo izplačila dividend oziroma z dividendno donosnostjo glede na uporabljeno odvisno spremenljivko.	+
Binarna spremenljivka 2008	$D08_t$	Binarna spremenljivka, ki zavzame vrednost 1 v letu 2008 ter vrednost 0 v vseh ostalih letih.	-
Binarna spremenljivka 2009	$D09_t$	Binarna spremenljivka, ki zavzame vrednost 1 v letu 2009 ter vrednost 0 v vseh ostalih letih.	-
Binarna spremenljivka 2010	$D10_t$	Binarna spremenljivka, ki zavzame vrednost 1 v letu 2010 ter vrednost 0 v vseh ostalih letih.	+
Binarna spremenljivka 2011	$D11_t$	Binarna spremenljivka, ki zavzame vrednost 1 v letu 2011 ter vrednost 0 v vseh ostalih letih.	+
Binarna spremenljivka 2012	$D12_t$	Binarna spremenljivka, ki zavzame vrednost 1 v letu 2012 ter vrednost 0 v vseh ostalih letih.	-
Binarna spremenljivka 2013	$D13_t$	Binarna spremenljivka, ki zavzame vrednost 1 v letu 2013 ter vrednost 0 v vseh ostalih letih.	-

4.2 Metoda

Po Gujaratiju (1995) naj bi združevanje (angl. *pooling*) presečnih podatkov in časovnih vrst omogočilo regresijsko oceno v primerih, ko je v vzorcu malo presečnih podatkov (podjetja) ter relativno dovolj velik časovni vzorec, kar velja v mojem primeru. V primeru, da je model dobro specificiran, združevanje podatkov prinese bolj učinkovite ocene

parametrov, posledične sklepe ter morebitne napovedi. Splošna oblika enačbe je predstavljena v enačbi (6) (Guajarati, 1995):

$$Y_{it} = \alpha_0 + \beta X_{it} + u_{it} \quad (6)$$

Skladno s predhodno literaturo empiričnega preverjanja modela življenjskega cikla dividendne politike sem uporabila nekatere spremenljivke modela življenjskega cikla podjetja DDS (DeAngelo et al., 2006) oziroma preverjam Hauserjev (2013) model združene (angl. *pooled*) regresije za oceno vpliva finančne krize na politiko izplačevanja dividend pri slovenskih podjetjih. Hauser (2013) je v nasprotju z metodo Fame in Frencha (2001) ter DeAngela et al. (2006), ki so delali regresijsko analizo za vsako leto v vzorcu posebej, združil podatke v enotni set. To mu je omogočilo uporabo časovnih binarnih spremenljivk ter proučevanje spremembe dividendne politike med finančno krizo.

Večina avtorjev preteklih empiričnih analiz modela oziroma spremenljivk življenjskega cikla je pojasnjevala verjetnost, da podjetje izplačuje dividende. Uporabili so logistično regresijo binarne odvisne spremenljivke izplačevanja dividend ter proučevali nagnjenost podjetja k izplačevanju dividend. Tak model je uporabljen zaradi spremenljivke rasti, ki je nepopolna oziroma zelo groba ocena velikosti prihodnih investicijskih priložnosti podjetja. Osnovni model sledi modelu Hauserja (2013), ki je uporabil združeno (angl. *pooled*) logistično regresijo.

Za odvisno spremenljivko sem vzela enkrat razmernostno spremenljivko stopnja izplačila dividend ter razmernostno spremenljivko dividendna donosnost, ki omogočata tudi oceno spremembe višine dividend. Za proučevanje vpliva finančne krize na dividendno politiko slovenskih podjetij sem izbrala osnovne neodvisne spremenljivke modela življenjskega cikla podjetij oziroma njihove dividendne politike ter jim dodala binarne odvisne časovne spremenljivke za leta krize v Sloveniji. V nadaljnji analizi sem enako kot Hauser (2013) predpostavila, da metodologija teorije DDS dobro pojasnjuje politiko slovenskih podjetij, ter uporabila združeno (angl. *pooled*) regresijo za proučitev vpliva finančne krize na politiko dividend slovenskih podjetij.

Osnovna oblika modela, v nadaljevanju poimenovana kot model 1, je predstavljena v enačbi (7):

$$\begin{aligned} Y_{it} = & b_0 + b_1(RE/TE)_{i(t-1)} + b_2(TE/TA)_{i(t-1)} \\ & + b_3(CA/TA)_{i(t-1)} + b_4(ROA)_{i(t-1)} + b_5(SGR)_{i(t-1)} \\ & + b_6(LN(MV))_{i(t-1)} + u_{it} \end{aligned} \quad (7)$$

Zaradi proučevanja vpliva finančne krize, ki se je začela v letu 2008 in v Sloveniji trajala praktično do leta 2013, sem v enačbo (7) uvedla še časovne binarne spremenljivke in s tem oblikovala model 2, predstavljen v enačbi (8):

$$\begin{aligned}
 Y_{it} = & b_0 + b_1(RE/TE)_{i(t-1)} + b_2(TE/TA)_{i(t-1)} \\
 & + b_3(CA/TA)_{i(t-1)} + b_4(ROA)_{i(t-1)} + b_5(SGR)_{i(t-1)} \\
 & + b_6(LN(MV))_{i(t-1)} + b_7(D08)_{it} + b_8(D09)_{it} + b_9(D10)_{it} \\
 & + b_{10}(D11)_{it} + b_{11}(D12)_{it} + b_{12}(D13)_{it} + u_{it}
 \end{aligned} \tag{8}$$

Za konec sem zaradi velikega vpliva preteklega dividendnega izplačila na tekoče izplačilo v večini empiričnih analiz v enačbo (8) uvedla še spremenljivko eno leto odloženega dividendnega izplačila in oblikovala model 3, kot je prikazano v enačbi (9):

$$\begin{aligned}
 Y_{it} = & b_0 + b_1(RE/TE)_{i(t-1)} + b_2(TE/TA)_{i(t-1)} \\
 & + b_3(CA/TA)_{i(t-1)} + b_4(ROA)_{i(t-1)} + b_5(SGR)_{i(t-1)} \\
 & + b_6(LN(MV))_{i(t-1)} + b_7(D08)_{it} + b_8(D09)_{it} + b_9(D10)_{it} \\
 & + b_{10}(D11)_{it} + b_{11}(D12)_{it} + b_{12}(D13)_{it} + b_{13}(Y)_{i(t-1)} + u_{it}
 \end{aligned} \tag{9}$$

V gornjih enačbah i predstavlja proučevano enoto (podjetje), t predstavlja leto, Y pa predstavlja odvisno spremenljivko izplačilo dividend, ki je merjena z dvema finančnima kazalcema, stopnjo izplačila dividend ter dividendno donosnostjo. V enačbah predstavlja b_0 regresijsko konstanto, $b_1, b_2, b_3, b_4, b_5, b_6, b_7, b_8, b_9, b_{10}, b_{11}, b_{12}$ in b_{13} so regresijski koeficienti, $RE/TE, TE/TA, CA/TA, ROA, SGR$ in $LN(MV)$ so odvisne spremenljivke življenjskega cikla modela DeAngela, DeAngela in Stulza (2006) oziroma Hauserja (2013) v časovni enoti $t-1$. Neodvisna spremenljivka $(Y)_{i(t-1)}$ v modelu 3 je eno leto odložena spremenljivka stopnje izplačila dividend (v nadaljevanju $DIV/NI_{i(t-1)}$) pri uporabljeni odvisni spremenljivki stopnja izplačila dividend (v nadaljevanju DIV/NI) ter eno leto odložena spremenljivka dividendna donosnost (v nadaljevanju $DPS/PPS_{i(t-1)}$) pri uporabljeni odvisni spremenljivki dividendna donosnost (v nadaljevanju DPS/PPS). Neodvisne spremenljivke v modelih 2 in 3 z oznakami D08, D09, D10, D11, D12 in D13 so binarne časovne spremenljivke, skladno s trajanjem finančne krize v Sloveniji.

Prva hipoteza je, da je finančna kriza vplivala na dividendno politiko podjetij. Zato so bile postavljene naslednje ničelne domneve, da ni bilo vpliva finančne krize na dividendno politiko podjetij v dobi krize v Sloveniji:

H_0 $b_7 = 0$ za leto 2008, ki je zastopano s spremenljivko D08

H_0 $b_8 = 0$ za leto 2009, ki je zastopano s spremenljivko D09

H_0 $b_9 = 0$ za leto 2010, ki je zastopano s spremenljivko D10

- $H_0 \quad b_{10} = 0$ za leto 2011, ki je zastopano s spremenljivko D11
 $H_0 \quad b_{11} = 0$ za leto 2012, ki je zastopano s spremenljivko D12
 $H_0 \quad b_{12} = 0$ za leto 2013, ki je zastopano s spremenljivko D13

Alternativne hipoteze modela 3 so, da so koeficienti $b_8 - b_{13}$ statistično značilno različni od 0, kar bi lahko pomenilo, da je finančna kriza v posameznem letu vplivala na dividendno politiko podjetij na način, da zviša ali zniža stopnjo izplačil. V primeru, da lahko zavrnem ničelno hipotezo za katerokoli zgornjo binarno spremenljivko, lahko zaključim, da obstaja možnost, da se je dividendna politika spremenila v enem izmed let med finančno krizo.

4.3 Vzorec in podatki

Politika dividend je relevantna za pravne osebe, ki imajo pravno obliko delniške družbe. Celotno populacijo delniških družb v Sloveniji lahko razdelimo na tiste, ki kotirajo na borzi vrednostnih papirjev, tj. javne delniške družbe, ter tiste, ki ne kotirajo, tj. zaprte delniške družbe.

V nadaljnji analizi sem se zaradi dveh razlogov, na katera je opozoril že Zugwitz (2003), osredotočila samo na analizo javnih delniških družb. Ta dva razloga sta dostopnost podatkov, ki je za javne delniške družbe precej boljša od zaprtih delniških družb, in pomen dividendne politike za javne delniške družbe, ki je zaradi boljšega nadzora analitikov in investitorjev v povezavi z rednimi objavami ter pravili za poročanje Ljubljanske borze večji v javnih delniških družbah. Poleg tega je večina tujih analiz delanih na podatkih podjetij, ki kotirajo na borzah po svetu. Ta podjetja imajo lastništvo ločeno od managementa in zaposlenih, kar pomeni, da dividendna izplačila predstavljajo eno izmed oblik donosa za lastnike, zaradi česar so dividende še toliko bolj pomembne v teh podjetjih. Na drugi strani so manjše družbe, kjer sta lastniška in vodstvena funkcija združeni v eni osebi in je lastnik praktično indiferenten med različnimi donosi (Slapničar, 2004).

Analizirala sem vzorec podjetij, ki so 17. marca 2016 kotirala na trgu delnic (prva, standardna in vstopna kotacija) na Ljubljanski borzi. Število teh družb je enako 43. Po izvzetju finančnih družb¹ je v vzorcu ostalo 34 družb med letoma 2006 in 2014. Pregledana letna poročila teh 34 podjetij so zavedena v Prilogi 2, 32 izmed teh podjetij pa je zavedenih v Tabeli 2 (podjetji Prva group d.d. in Zdravilišče Rogaška d.d. sta zaradi manjkajočih spremenljivk izločeni v vseh letih opazovanja, kakor je navedeno v nadaljevanju). Posamezne spremenljivke so torej določene za 34 podjetij v opazovanem obdobju od leta

¹ Te družbe so Alta skupina d.d., KS Naložbe d.d., Hram holding, d.d., KD d.d., KD group d.d., M1, d.d., Modra linija holding d.d., Nika d.d. in Vipa holding d.d. Vse imajo v opazovanem obdobju v vsaj enem letu negativni poslovni izid iz poslovanja, nižje prihodke od prodaje ter visoke finančne prihodke in odhodke.

2006 do leta 2014, časovna vrsta teh spremenljivk v analizi pa je dolga 7 let (od leta 2007 do leta 2013), in sicer zaradi odloženih odvisnih spremenljivk iz preteklega leta, ki vplivajo na spremenljivke v tekočem letu, ter zaradi spremenljivk rasti, ki so v tekočem letu prikazane kot razlika med vrednostjo spremenljivke v prihodnjem letu ter vrednostjo spremenljivke tekočem letu. Podatki za leto 2014 so bili zadnji, ki so bili v času zbiranja dosegljivi.

Uporabljeni podatki so povzeti iz objavljenih letnih poročil gornjega vzorca podjetij, iz baze podatkov na portalu GVIN (Bisnode, b.l.), iz objav na SEOnetu (b.l.) ter iz objav tečajnic Ljubljanske borze (Arhiv vrednosti VP in indeksov, b.l.). Absolutno izplačane tekoče dividende so prikazane v letu, na katerega se nanašajo, in ne v letu izplačila, ki je običajno leto objave letnega poročila in ne predhodno leto, na katero se letno poročilo nanaša.

Tabela 2: Seznam podjetij v analiziranem vzorcu

Ime podjetja	Oznaka delnice podjetja	Število let v vzorcu	Ime podjetja	Oznaka delnice podjetja	Število let v vzorcu
AG	AGOG	2	Mercator	MELR	7
Cetis	CETG	7	Mlinotest	MAJG	7
Cinkarna Celje	CICG	7	Nama	NALN	7
Datalab tehnologije	DATR	5	Petrol	PETG	7
Delo prodaja	DPRG	7	Pivovarna Laško	PILR	7
Gea	GSBG	7	Plama PUR	POPG	7
Gorenje	GRVG	7	Pozavarovalnica Sava	POSR	5
Grand hotel Union	GHUG	7	Salus	SALR	7
Inles	IHPG	7	Sava	SAVA	7
Intereuropa	IEKG	7	Sivent	SING	2
Intertrade ITA	INRG	7	Tekstina	TEAG	7
Istrabenz	ITBG	7	Telekom Slovenije	TLSG	7
Kompas MTS	MTSG	7	Terme Čatež	TCRG	7
Krka	KRKG	7	Terme Dobrna	ZDDG	7
Luka Koper	LKPG	7	Unior	UKIG	2
Melamin	MKOG	7	Zavarovalnica Triglav	ZVTG	5

Iz analize so bila izvzeta opazovanja, ki v letih analize niso imela podatka o proučevanih spremenljivkah. Izvzeta so bila torej: opazovanja v tistih letih, ko podjetja niso imela podatka o stopnji rasti prihodkov, oziroma če podjetje v tekočem ali prihodnjem letu ni imelo podatka o prihodkih od prodaje blaga; opazovanja, ki niso imela podatka o tržni vrednosti (na primer podjetje v tekočem letu s svojimi delnicami ni kotiralo na Ljubljanski borzi in ni podatka za ceno delnice ob koncu leta); opazovanja, ki niso imela podatka o

pretekli dividendni donosnosti. Skladno s tem je bilo iz analize izvzetih 35 opazovanj podjetje-leto². Zaradi spremenljivke odložene dividende in spremenljivke rasti so bila iz analize izvzeta vsa opazovanja v letih 2006 in 2014, saj za ti dve spremenljivki v teh letih ni podatka. To predstavlja dvakrat po 34 podjetij. Za začetek finančne krize v Sloveniji je bil izbrano leto 2008, saj se je vpliv krize predvsem pri podjetjih, ki delujejo na mednarodnih trgih, že poznal. V analizi skladno z ugotovitvami literature predvidevam, da je kriza trajala od leta 2008 do leta 2013. Za bazno leto oziroma leto primerjave sem uporabila leto 2007, ki je v modelu upoštevano kot leto, ko se v Sloveniji kriza še ni poznala. V tem letu se kriza namreč še ni razširila v svetovno krizo oziroma ta še ni prizadela slovenskih podjetij. Seznam podjetij v vzorcu je predstavljen v Tabeli 2, ki prikazuje 32 podjetij, saj sta bili dve zaradi manjkajočih spremenljivk izločeni v vseh letih opazovanja.

4.4 Merjenje spremenljivk

V svoji raziskavi sem kot odvisno spremenljivko uporabila izplačilo dividend podjetja. Dividendno izplačilo se lahko meri kot absolutna dividenda ter kot razmernostna dividenda. Obstajata dva načina merjenja izplačila dividende, ki sta dividendna donosnost ter stopnja izplačila dividend. **Stopnja izplačila dividend** je merjena kot vrednost izplačanih dividend podjetja v letu t v čistem dobičku (računovodsko je to čisti poslovni izid obračunskega obdobja) podjetja v letu $t-1$. **Dividendna donosnost** je merjena kot vrednost izplačanih dividend podjetja v letu t v številu delnic podjetja na dan 31. 12. v letu $t-1$, ulomljeno z zadnjo objavljeno ceno delnice v letu $t-1$. Oba načina sta uporabljena v nadaljnji analizi.

Neodvisne spremenljivke ter njihovo merjenje oziroma izračun so navedeni v nadaljevanju.

Zadržani dobički v kapitalu so merjeni z računovodskima postavkama rezerve iz dobička v letu $t-1$ za zadržane dobičke ter kapital v letu $t-1$ za skupni kapital.

Kapital v sredstvih je merjen z računovodskima postavkama kapital v letu $t-1$ ter sredstva v letu $t-1$.

Delež denarja v sredstvih podjetja je merjen kot količnik denarja in denarnih ustreznikov v letu $t-1$ in sredstvi v letu $t-1$.

² Izvzete so naslednje družbe po navedenih letih: Prva group d.d. ter Zdravilišče Rogaška d.d. v vseh letih opazovanja (2007–2013) zaradi manjkajoče tržne vrednosti oziroma pretekla dividendne donosnosti; Sivent d.d. v letih 2007–2010 in 2013; Unior v letih 2007–2011; Pozavarovalnica Sava d.d. v letih 2007 in 2008; Zavarovalnica Triglav d.d. v letih 2007 in 2008; Datalab tehnologije d.d. v letih 2007 in 2008; AG d.d. v vseh letih, z izjemo let 2010 in 2013.

Dobičkonosnost je merjena z donosnostjo sredstev, ki je izračunana iz računovodskih postavk čisti poslovni izid obračunskega obdobja v letu t-1 ulomljeno s povprečnimi sredstvi (povprečje sredstev v letu t-2 ter v letu t-1) in merjena v %.

Investicijske priložnosti podjetja so merjene z rastjo prihodkov. Izračunane so iz računovodske postavke rasti čistih prihodkov od prodaje (razlika čistih prihodkov od prodaje v letu t ter čistih prihodkov od prodaje v letu t-1 v čistih prihodkih od prodaje v letu t-1) in merjene v %.

Velikost podjetja je merjena s spremenljivko tržna vrednost podjetja, ki je izračunana kot zadnja objavljena cena delnice podjetja na borzi v letu t-1, pomnožena s številom delnic na zadnji dan leta t-1. Spremenljivka je v svoji absolutni vrednosti zaradi vsebinske vrednosti prikazana v deskriptivni statistiki, v regresijski analizi pa je izraženo kot naravni logaritem tržne vrednosti (v nadaljevanju $\ln(MV)$). Logaritmiranje tržne vrednosti je učinkovit način zmanjšanja pozitivne asimetrije (asimetričnost v desno) oziroma neenakomerne porazdeljenosti, s katero jo normaliziram. Porazdeljenost spremenljivke tržna vrednost ter normalizirane spremenljivke tržna vrednost sta prikazani na Sliki 1 v Prilogi 3.

Odloženi spremenljivki **stopnja izplačila dividend** ter **dividendna donosnost** sta eno leto odloženi spremenljivki. Eno leto odložena spremenljivka stopnja izplačila dividend je izračunana kot dividende podjetja v letu t-1 ulomljeno s čistim dobičkom podjetja v letu t-2. Eno leto odložena dividendna donosnost je izračunana kot dividenda na delnico v letu t-1 ulomljeno s ceno delnice v letu t-2 oziroma kot dividende podjetja v letu t-1 ulomljeno s tržno vrednostjo podjetja v letu t-2. Ob tem je za ceno delnice v letu vzet zadnji dostopni podatek leta, za tržno vrednost podjetja pa ta ista cena delnice, pomnožena s podatkom o številu delnic na zadnji dan leta.

4.5 Deskriptivna statistika

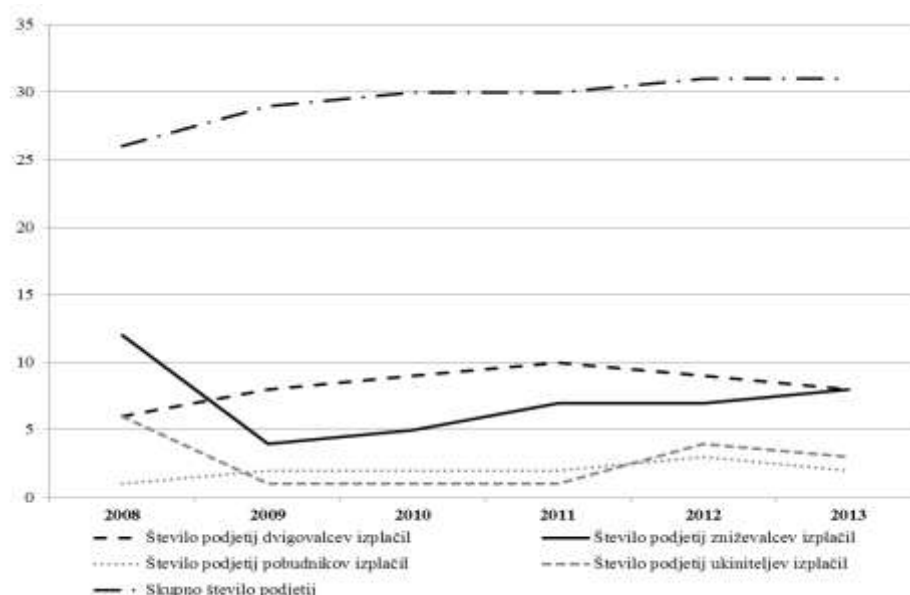
V Tabeli 1 v Prilogi 3 so prikazane aritmetične sredine spremenljivk za podatke med letoma 2007 in 2013 ter aritmetične sredine za vsako posamezno leto. Iz tabele je razvidno, da so podatki konsistentni skozi časovno vrsto, čeprav lahko opazimo spremembe pri plačevanju dividend, ko pogledamo spremembe med leti. Če pogledamo število izplačevalcev dividend v Tabeli 1 v Prilogi 3, vidimo, da jih je bilo v letu 2007 19 (oziroma 73,08 % vzorca), v letu 2008 le še 14 (oziroma 53,85 % vzorca) ter v letu 2009 51,72 % vzorca. V letih 2010 in 2011 se je odstotek izplačevalcev počasi dvigoval: v letu 2010 za 1,61 odstotne točke ter v letu 2011 za nadaljnje 3,33 odstotne točke. V letu 2012 je zaznati ponoven padec izplačevalcev dividend, približno na raven iz leta 2009 (16 izplačevalcev oziroma 51,61 %), nato pa je v letu 2013 sledil ponovni padec odstotka izplačevalcev na najnižjo raven v času trajanja krize, kar je 48,39 %.

Tabela 3: Število podjetij, ki so zamenjala svoj dividendni status (tj. začela s plačevanjem ali opustila plačevanje) v obdobju 2007–2013

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Število podjetij dvigovalcev izplačil	6	8	9	10	9	8
Število podjetij zniževalcev izplačil	12	4	5	7	7	8
Število podjetij pobudnikov izplačil	1	2	2	2	3	2
Število podjetij ukiniteljev izplačil	6	1	1	1	4	3

Število podjetij, ki je v opazovanih letih zamenjalo svoj dividendni status oziroma je ali opustilo plačevanje ali začelo plačevati dividende, je razvidno iz Tabele 3, na Sliki 2 pa so grafično prikazane vrednosti iz Tabele 3.

Slika 2: Število podjetij dvigovalcev, zniževalcev, pobudnikov in ukiniteljev izplačil dividend v tekočem letu glede na predhodno leto ter skupno število opazovanih podjetij v letih 2008–2013³



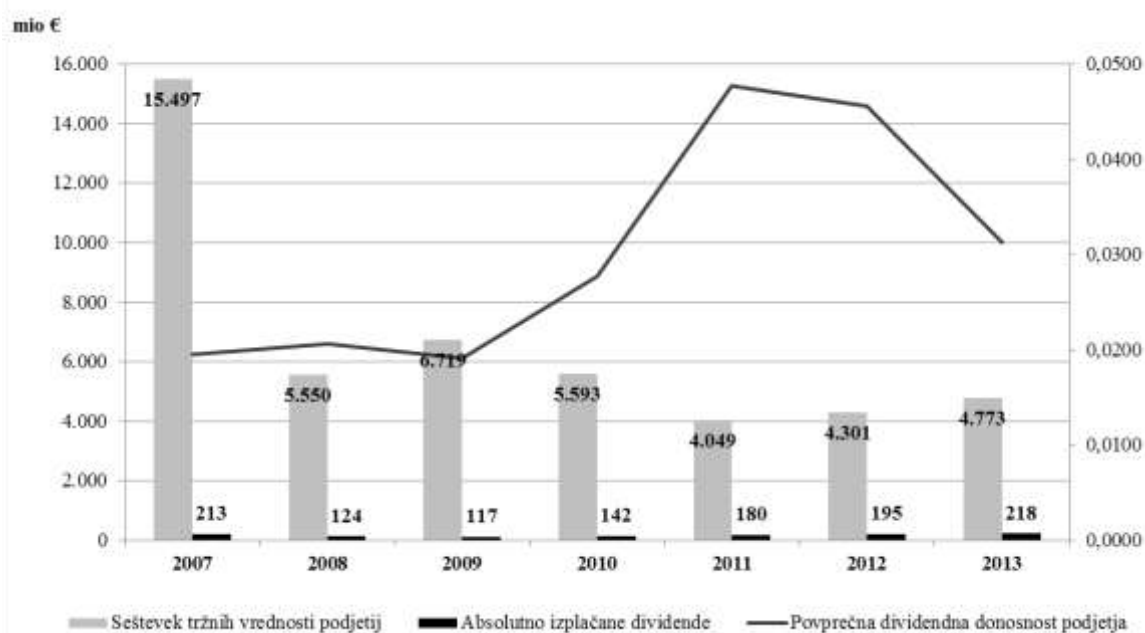
Tako iz Tabele 3 kot tudi s Slike 2 je razvidno, da je največ podjetij (12 podjetij) znižalo izplačila v letu 2008, 6 od teh je izplačila dividend popolnoma ukinilo (največ doslej), kar sovpada z začetkom krize. Večje zniževanje se je dogajalo še v letih 2011–2013; največ podjetij je v tem obdobju popolnoma ukinilo izplačila leta 2012 (4 podjetja), kar sovpada z

³ Za podjetja, ki v tekočem letu znižujejo dividende, so vzeta podjetja, kjer je razlika izplačil med dividendami posameznega podjetja tekočega leta in dividendami preteklega leta negativna. Na podoben način je izračunano število podjetij, ki dividende zvišujejo, le da so za ta vzete vse vrednosti razlike izplačil, večje od 0. Podjetje spada v tekočem letu med podjetja, ki ukinjajo dividende, če je dividende v preteklem letu izplačalo, v tekočem pa ne. Število podjetij pobudnikov dividend je v tekočem letu izračunano za podjetja, ki so dividende v tekočem letu izplačala, pri čemer jih v preteklem letu niso. Število pobudnikov je hkrati vsebovano v številu podjetij dvigovalcev izplačil, število ukiniteljev pa v številu zniževalcev izplačil.

drugim dnom krize v Sloveniji. Število pobudnikov izplačil je bilo skozi opazovano obdobje največ 3 v letu 2013. Število podjetij, ki so dvigovala izplačila, je bilo v večini let višje od števila podjetij, ki so zniževala izplačila, nižje je bilo le v letu 2008 in sicer kar za polovico ter enako v letu 2013. Kar 11 podjetij je v opazovanem obdobju začelo z izplačevanjem dividend, med temi Gorenje kar v dveh različnih letih. Navedeno se ne sklada s preteklo literaturo, ki pravi, da podjetja oziroma njihovi managerji zelo neradi ali počasi spremenijo svojo dividendno politiko.

Zanimivi sta gibanji števila podjetij, ki so dividende dvignila, in podjetij, ki so dividende spustila glede na predhodno leto. Število podjetij, ki so dividende znižala glede na predhodno leto, je v letu 2008 višje kot število podjetij, ki so dvigovala izplačila. V letu 2009 sta ta trend obrne in je število dvigovalcev izplačil višje od števila zniževalcev, vse do leta 2013, ko sta števili enaki. Samo število podjetij nam da občutek, kako so se izplačila gibala, ne da pa nam vrednosti teh izplačil. Na Slikah 3 oziroma 4 je prikazano gibanje dividend po letih na agregatni ravni v odnosu do agregatnega seštevka tržnih vrednosti podjetja ter do agregatne ravni čistih dobičkov in gibanje obeh odvisnih spremenljivk.

Slika 3: Absolutno izplačane dividende, seštevke tržnih vrednosti podjetij ter povprečna dividendna donosnost opazovanih podjetij v letih 2007–2013 (v mio €)



S Slike 3 je razvidno, kako so se po letih gibale agregatne dividende za opazovana podjetja, kako se je gibala kumulativna tržna vrednost vseh opazovanih podjetij v letih ter kako se je gibala povprečna dividendna donosnost v letih 2007–2013. Razvidno je, da se je s koncem leta 2007 in začetkom leta 2008 agregatna tržna vrednost znižala za 64,2 %, medtem ko so se agregatne dividende znižale le za 41,6 %. Visoka agregatna tržna

vrednost v letu 2007 je bila posledica pregretega gospodarstva ter precenjenih delnic na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev. V letu 2009 se je agregatna tržna vrednost nekoliko dvignila, potem pa je do leta 2011 upadala in v tem letu s 4.049 mio € dosegla najnižjo vrednost, in sicer 73,9-% upad glede na leto pred začetkom krize. Do leta 2014 se je počasi dvigovala in je v letu 2013 s 4,773 mio € dosegla le 30,8 % vrednosti iz leta 2007.

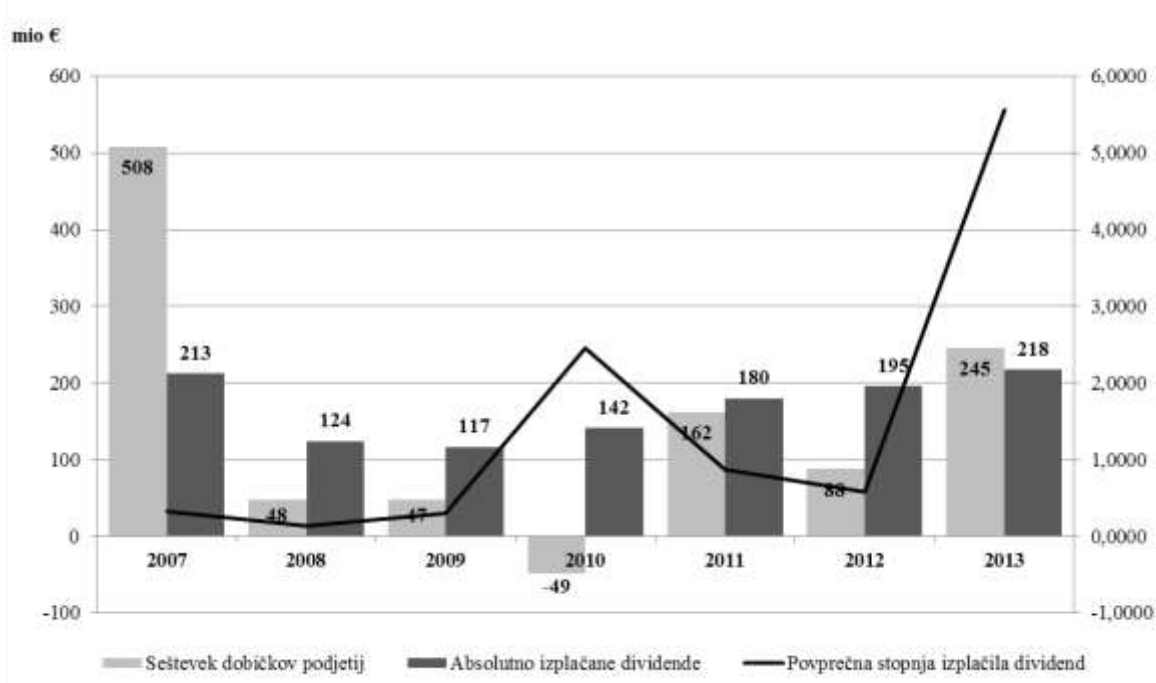
S Slike 3 je tudi razvidno, kako so se po letih gibale agregatne dividende za opazovana podjetja, kako se je gibala kumulativna tržna vrednost vseh opazovanih podjetij v letih ter kako se je gibala povprečna dividendna donosnost v letih 2007–2013. Razvidno je, da se je iz leta 2007 na leto 2008 agregatna tržna vrednost znižala za 64,2 %, medtem ko so se agregatne dividende znižale le za 41,6 %. Visoka agregatna tržna vrednost v letu 2007 je bila posledica pregretega gospodarstva ter precenjenih delnic na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev. V letu 2009 se je ta nekoliko dvignila, potem pa je do leta 2011 upadala in dosegla v tem letu s 4.049 mio € najnižjo vrednost, in sicer 73,9-% upad glede na leto pred začetkom krize. Do leta 2014 se je počasi dvigovala in je v letu 2013 s 4,773 mio € dosegla le 30,8 % vrednosti iz leta 2007.

Agregatne izplačane dividende (Slika 3) so se po začetnem padcu v dveh zaporednih letih, s čimer so prišle v letu 2009 na vrednost 117 mio € oziroma 54,8 % vrednosti iz leta 2007, v naslednjih letih počasi dvigovale, dokler v letu 2013 niso dosegle agregatne ravni iz leta 2007. Največji padec dividend na prehodu iz leta 2007 v leto 2008 je povzročilo znižanje dividend Telekom Slovenije za kar 44,2 mio € (46,3 % celotnega padca), naslednji po vrsti je bil Istrabenz, ki je dividende znižal za 17,9 mio € (18,7 % celotnega padca). Vsak po približno 10-% padec sta imela še Pivovarna Laško (8,7 mio €) in Luka Koper (7,7 mio €). Za znižanja dividend v letu 2012, ki so razvidna s Slik 2 in 3 v Prilogi 3, je zaslužen predvsem Mercator z ukinitvijo izplačevanja dividend v višini 22,6 mio € oziroma 65,3 % celotne vrednosti upada. Dvig dividend, ki je bil v obdobju največji v letu 2012, gre v tem letu pripisati Zavarovalnici Triglav, ki je dividende glede na preteklo leto dvignila za 29,6 mio € (59,2 % celotnega dviga) ter Telekomu Slovenije, ki je dividende v tem letu dvignil za 8,5 mio € (16,9 % celotne vrednosti dviga). K dvigu sta z nekaj več kot 7 % vsak vplivala še Krka (3,9 mio €) in Petrol (3,6 mio €) ter s 4,8 % oz. 2,4 mio € Luka Koper, slednja po štiriletnem obdobju krize, ko dividend ni izplačevala, tudi kot pobudnik izplačevanja.

Za mojo analizo je zanimiv podatek, kako se je gibala povprečna dividendna donosnost vseh podjetij v opazovanih letih. S Slike 3 je razvidno, da se v prvih letih po začetku krize ni bistveno spremenila, kar pomeni, da sta se v podjetjih v prvih treh letih opazovanega obdobja v povprečju za približno enak odstotek znižala tako tržna vrednost podjetja kot izplačilo dividend. Leta 2007 tako dividendne donosnost znaša 0,0196 oziroma 1,96 % in se leta 2008 dvigne na 2,07 %, v naslednjem letu zopet upade na 1,91 % ter se nato več kot podvoji do leta 2011, ko znaša 4,78 %. V naslednjih dveh letih zopet upade – na 3,13 %.

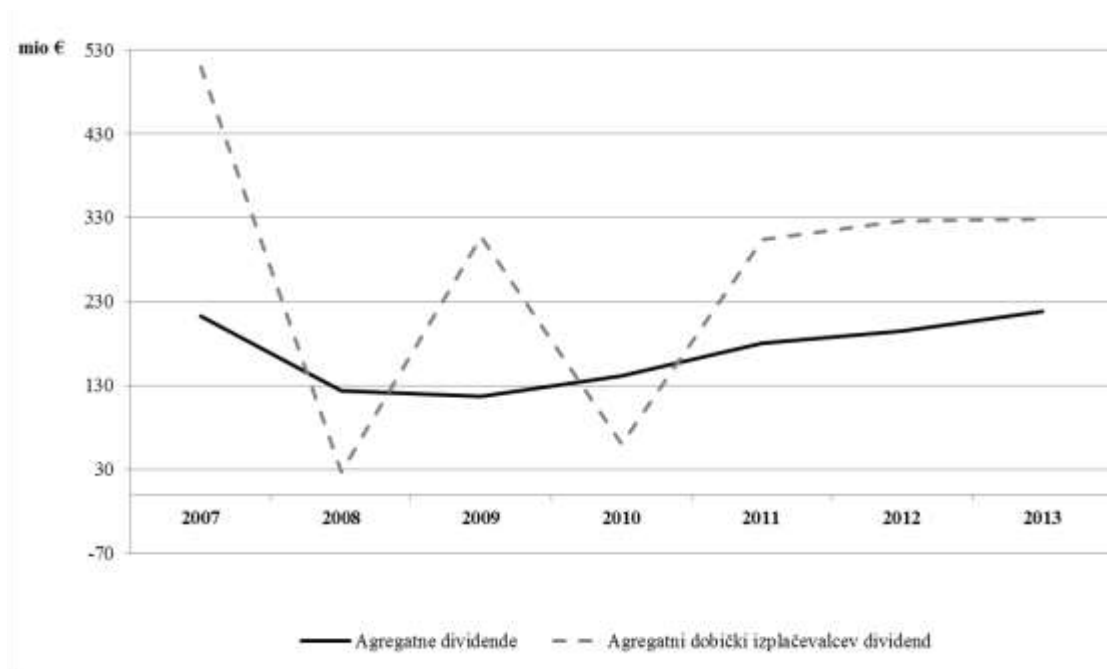
Najbolj zanimiv je dvig povprečne dividendne donosnosti v letih 2010 in 2011, in sicer kar 2,5-kratni dvig glede na leto 2009. Ta dvig je povezan z upadanjem tržne vrednosti podjetij ter hkratnim dvigovanjem dividend. To bi lahko pomenilo, da so mednarodno usmerjena podjetja izboljššanemu poslovanju prilagodila tudi izplačevanje dividend, medtem ko se domači trg vrednostnih papirjev na to še ni odzval. Prav tako je zanimivo gibanje povprečne stopnje izplačila dividend v opazovanem obdobju (Slika 4). Ta je v letu 2008 glede na leto 2007 upadla za več kot polovico, nato se je leta 2009 dvignila približno na raven leta 2007 in leta 2010 poskočila na več kot sedemkratno raven iz leta 2007. V teh letih je še kazalo, da se bo Slovenija izkopala iz krize. V letih 2011 in 2012 je povprečna stopnja izplačila dividend ponovno upadala in dosegla drugo dno v letu 2012.

Slika 4: Absolutno izplačane dividende, seštevek dobičkov opazovanih podjetij ter povprečna stopnja izplačil dividend podjetij v letih 2007–2013 (v mio €)



Na Sliki 5 je prikazano gibanje agregatnih dividend ter agregatnih dobičkov za izplačevalce dividend v opazovanem obdobju. Iz gibanja je razvidno, da so dobički nihali veliko bolj, kot so nihale dividende, kar je nekoliko manj očitno že na Sliki 4. To nakazuje na dejstvo, da tudi v slovenskih javnih družbah management uravnava oziroma gladi izplačilo dividend ter upošteva dolgoročno rast dobičkov pri izplačevanju dividend oziroma je nepripravljen zniževati dividende.

Slika 5: Gibanje agregatnih dividend in dobičkov izplačevalcev dividend v letih 2007–2013
(v mio €)

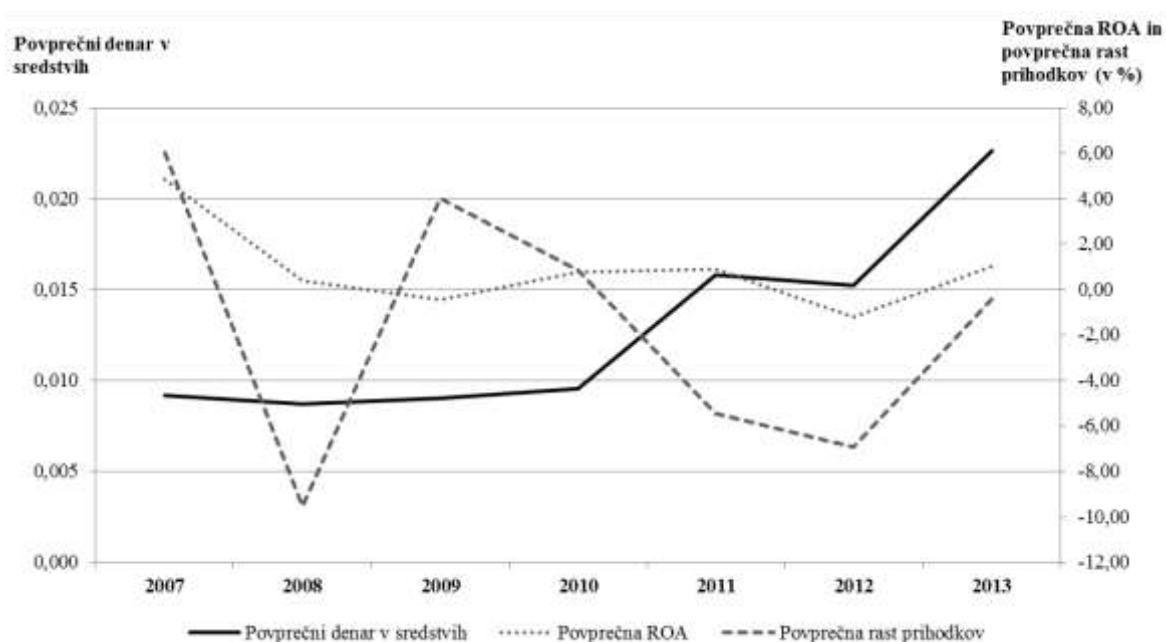


Na Sliki 3 v Prilogi 3 so prikazana gibanja povprečnih dividend na podjetje, in sicer za podjetja, ki glede na preteklo leto zvišujejo dividende, podjetja, ki glede na preteklo leto znižujejo dividende ter podjetja pobudnike izplačil. Pri tem je za znižanje vzeta samo razlika med dividendo tekočega leta in dividendo preteklega leta, v primeru, da je rezultat teh dveh negativen. Analogno temu so izračunana povprečna zvišanja dividend, le da so za ta vzete vse vrednosti, večje od 0. Na podoben način, kot je zgoraj opisan izračun povprečnih postavk, je na Sliki 2 v Prilogi 3 prikazan izračun agregatnih dividend ter agregatnih tržnih vrednosti za opazovana podjetja med letoma 2008 in 2013. Podjetja, ki so ohranjala nespremenjeno raven absolutnih dividend oziroma niso izplačevala dividend v nobenem izmed opazovanih let, niso prikazana.

Absolutne dividende pobudnikov izplačil (podjetja, ki so dividende v tekočem letu izplačala, pri čemer jih v preteklem letu niso) predstavljajo na Sliki 2 v Prilogi 3 v večini let zanemarljiv delež v izplačanih dividendah. Izjema je leto 2010, ko so dividende podjetij pobudnikov izplačil predstavljale 28,8 % celotnega zneska dviga dividend, za kar je praktično v celoti zaslužna Zavarovalnica Triglav, ki je v tem letu začela izplačevati dividende. Skladno s tem je tudi povprečna vrednost dividend na pobudnika izplačil višja od povprečne vrednosti zvišanja dividend na podjetje (Slika 3 v Prilogi 3). Relativno visoka (v primerjavi s povprečno dividendo na podjetje za podjetja, ki izplačila dvigujejo) je še povprečna dividenda podjetij pobudnikov izplačil v letu 2013 (69,3 %). Zanimivo je tudi, da agregatna znižanja dividend presegajo agregatna zvišanja dividend glede na preteklo leto v letih 2008 in 2009. Enako velja za povprečne dividende na podjetje. Iz obeh

slik je razvidno in zanimivo tudi to, da so imela podjetja, ki dividende dvigujejo, skozi vsa leta višjo povprečno tržno vrednost (velikost) kot podjetja, ki dividende znižujejo. Še nižjo povprečno tržno vrednost so imela podjetja, ki so začela izplačevati dividende (podjetja pobudniki), kar pa se je obrnilo samo v letu 2010, ko so imela podjetja pobudniki višjo povprečno tržno vrednost kot podjetja zniževalci izplačil. To bi lahko nakazovalo na veljavnost teorije življenjskega cikla podjetja.

Slika 6: Povprečni denar v skupnih sredstvih podjetja, ROA in rasti prihodkov na podjetje v letih 2007–2013 (v mio € oziroma v %)



Na Sliki 6 so po letih opazovanja prikazana še povprečja opazovanih podjetij za spremenljivke denar, dobičkonosnost (donosnost sredstev podjetja – ROA) in povprečno rast prihodkov (investicijske priložnosti podjetja). S slike je lepo razvidno, kako se je spremenljivka dobičkonosnosti gibala v obliki črke W z dvema najnižjima točkama v letu 2009 ter v letu 2012. Na podoben način, le še bolj izrazito se je gibala tudi povprečna rast prihodkov, ki je prav tako dosegla dva dna, in sicer prvega v letu 2009 ter drugega v letu 2012, pri čemer je rast prihodkov v času t prikazana kot razlika prihodkov v času $t+1$ in prihodkov v času t . Navedeno nakazuje na dejstvo, da je kriza v Sloveniji res trajala od leta 2008 pa vsaj do leta 2013. Iz gibanja spremenljivke denar je lepo razvidno, kako so podjetja v času krize dvignila bilančno postavko denar v sredstvih, kar lahko kaže na večji pomen zadrževanja denarja v času krize, sploh glede na dolžino trajanja krize.

V Tabeli 4 so prikazane aritmetične sredine podjetij, ki dividende plačujejo, in aritmetične sredine podjetij, ki dividend ne plačujejo. Rezultati te tabele potrjujejo večino preteklih empiričnih raziskav, ki so proučevale razlike med podjetji, ki dividende izplačujejo in tistimi, ki jih ne. Očitno je, da je velikost podjetja pomembna, saj imajo izplačevalci

dividend precej višje tržne vrednosti, zadržane dobičke, kapital in sredstva – vse spremenljivke, ki merijo velikost posameznega podjetja. Zanimiv je podatek, da imajo slovenska podjetja, ki dividende izplačujejo, približno sedemkratnik tržne vrednosti neizplačevalcev, kar je v grobem enako razmerje kot v ZDA. To pa ne velja za ostale spremenljivke velikosti. Izplačevalci imajo namreč samo nekaj več kot dvakrat višja sredstva oziroma trikrat višji povprečni kapital, medtem ko se v ZDA to razmerje giblje okrog 7. Najbolj zanimivi so zadržani dobički, ki so za slovenska podjetja, ki dividende izplačujejo, okoli štirikrat višje od podjetij, ki dividend ne izplačujejo. Ne glede na to, da med obema skupinama obstaja razlika, pa so zadržani dobički podjetij neizplačevalcev iz ZDA dejansko negativni, medtem ko so dobički slovenskih neizplačevalcev pozitivni in relativno visoki, kar je lahko povezano z relativno nerazvitostjo slovenskega trga kapitala.

Tabela 4: Povprečje spremenljivk vzorca za podjetja, ki so dividende izplačevala ter za podjetja, ki dividend niso izplačevala v obdobju 2007–2013

Spremenljivka	Oznaka	Enota	Aritmetična sredina	
			Podjetja - izplačevalci dividend	Podjetja - neizplačevalci dividend
Zadržani dobički	$RE_{(t-1)}$	mio €	82,50	22,40
Kapital	$TE_{(t-1)}$	mio €	250,00	83,10
Sredstva	$TA_{(t-1)}$	mio €	546,00	250,00
Denar	$CASH_{(t-1)}$	mio €	5,87	1,94
Zadržani dobički v kapitalu	$(RE/TE)_{(t-1)}$	n.p.	0,268	0,194
Kapital v sredstvih	$(TE/TA)_{(t-1)}$	n.p.	0,608	0,424
Denar v sredstvih	$(CA/TA)_{(t-1)}$	n.p.	0,016	0,008
Donosnost sredstev	$ROA_{(t-1)}$	%	3,63	-2,65
Rast prihodkov	$SGR_{(t-1)}$	%	0,63	-4,62
Tržna vrednost	$MV_{(t-1)}$	mio €	369,00	56,60
Dividende na delnico	DPS_t	€/delnico	4,58	0
Odložene dividende na delnico	$DPS_{(t-1)}$	€/delnico	4,32	0,30
Dividendna donosnost	$DPS_t/PPS_{(t-1)}$	n.p.	0,0558	0
Odložena dividendna donosnost	$DPS_{(t-1)}/PPS_{(t-2)}$	n.p.	0,0448	0,0082
Stopnja izplačila dividend	$DIV_t/NI_{(t-1)}$	n.p.	2,7728	0
Odložena stopnja izplačila dividend	$DIV_{(t-1)}/NI_{(t-2)}$	n.p.	1,2181	0,1425
Število opazovanj			112	91

Če podatki pridobljeni v ZDA podpirajo teorijo življenjskega cikla pri izplačevanju dividend, kjer zadržani dobički v kapitalu predstavljajo stopnjo v finančnem življenjskem ciklu podjetja, pa precej nižje razlike na slovenskem vzorcu mečejo senco dvoma na enako obnašanje slovenskih podjetij. Sladno z navedenim je tudi spremenljivka zadržani dobički v skupnem kapitalu (RE/TE) za slovenske izplačevalce višja le za 38,3% v primerjavi s podjetji, ki dividend ne izplačujejo. Ta podjetja imajo v ZDA glede na negativno vrednost zadržanih dobičkov precej visoko negativno razmerje zadržanih dobičkov v kapitalu.

Iz Tabele 4 je tudi razvidno, da so podjetja, ki dividende izplačujejo, v povprečju bolj dobičkonosna kot podjetja, ki dividend ne izplačujejo, merjeno s tekočo spremenljivko donosnosti celotnih sredstev. Neizplačevalci imajo to negativno, enako kot neizplačevalci v ZDA. Ti imajo v ZDA skladno s teorijo življenjskega cikla dividendne politike podjetja

od nižji dobičkonosnosti veliko višje stopnje rasti oziroma priložnosti za rast. V Sloveniji to ne drži, saj imajo neizplačevalci celo negativno povprečno stopnjo rasti v višini $-4,62\%$ v primerjavi z izplačevalci, ki imajo z $0,63\%$ nizko pozitivno stopnjo rasti. Tudi navedene razlike v stopnjah rasti med obema vzorcema oziroma med obema skupinama znotraj vzorca slovenskih podjetij so indikacija, da podjetja morda ne sledijo politiki življenjskega cikla dividend. Poleg tega so imeli izplačevalci dividend v opazovanem obdobju precej višjo odloženo dividendno donosnost ter stopnjo izplačila dividend kot podjetja, ki dividend niso izplačevala. V povprečju so izplačevalci dividend v opazovanem obdobju v Sloveniji enako kot v ZDA dvignili dividendo na delnico.

Tabela 5: Povprečje spremenljivk vzorca v obdobju pred začetkom finančne krize (leto 2007) in v obdobju finančne krize (2008–2013)

Spremenljivka	Oznaka	Enota	Aritmetična sredina	
			Pred krizo	V obdobju krize
Zadržani dobički	$RE_{(t-1)}$	mio €	50,20	56,30
Kapital	$TE_{(t-1)}$	mio €	187,00	173,00
Sredstva	$TA_{(t-1)}$	mio €	360,00	421,00
Denar	$CASH_{(t-1)}$	mio €	1,74	4,46
Zadržani dobički v kapitalu	$(RE/TE)_{(t-1)}$	n.p.	0,227	0,236
Kapital v sredstvih	$(TE/TA)_{(t-1)}$	n.p.	0,591	0,516
Denar v sredstvih	$(CA/TA)_{(t-1)}$	n.p.	0,009	0,013
Donosnost sredstev	$ROA_{(t-1)}$	%	4,84	0,22
Rast prihodkov	$SGR_{(t-1)}$	%	6,04	-2,87
Tržna vrednost	$MV_{(t-1)}$	mio €	596,00	175,00
Dividende na delnico	DPS_t	€/delnico	3,35	2,41
Odložene dividende na delnico	$DPS_{(t-1)}$	€/delnico	2,28	2,55
Dividendna donosnost	$DPS_t/PPS_{(t-1)}$	n.p.	0,0196	0,0324
Odložena dividendna donosnost	$DPS_{(t-1)}/PPS-1_{(t-2)}$	n.p.	0,0183	0,0299
Stopnja izplačila dividend	$DIV/NL_{(t-1)}$	n.p.	0,3260	1,7067
Odložena stopnja izplačila dividend	$DIV_{(t-1)}/NL_{(t-2)}$	n.p.	0,4219	0,7821
Število opazovanj			26	177

Tabela 5 prikazuje povprečja spremenljivk, ki so razporejena v skupini pred in med finančno krizo. Iz tabele je razvidno, da obstaja razlika med povprečji spremenljivk podjetij v letu pred krizo ter v obdobju krize. V obdobju krize so višji povprečni zadržani dobički v kapitalu, višji je delež denarja v sredstvih. Kriza je poleg tega vplivala tudi na povprečno tržno vrednost podjetij, ki se je v času krize znižala za več kot dve tretjini, ter na povprečno rast prihodkov podjetja, ki je v obdobju krize precej manjša kot v letu pred krizo oziroma je celo negativna. Iz podatkov v Tabeli 5 ocenjujem, da so podjetja v povprečju spremenila svojo dividendno politiko zaradi finančne krize. Pred krizo je bila namreč povprečna dividenda na delnico višja od povprečne dividende na delnico preteklega leta, medtem ko je bila v obdobju krize povprečna dividenda na delnico nižja od povprečne pretekle dividende, vendar le minimalno. Hkrati sta bili tako dividendna donosnost kot tudi stopnja izplačila dividend v obdobju krize precej višji kot v letu pred krizo, kar nakazuje na dejstvo, da podjetja niso zniževala teh dveh mer dividendne politike podjetij, temveč so preko izplačevanja dividend vsaj do drugega dna krize vzdrževala tako

rast povprečne dividendne donosnosti kot tudi rast povprečne stopnje izplačila dividend. To bi lahko pomenilo, da je slovenskim javnim delniškim družbam precej pomenilo vzdrževanje fiksne oziroma rahlo naraščajoče dividendne politike v dolgem obdobju, kolikor je kriza v Sloveniji trajala. Hkrati bi to lahko pomenilo, da so javne delniške družbe skozi dividendno politiko sporočale trgu, da se bližajo boljši časi.

Korelacijska matrika s Pearsonovimi koeficienti med neodvisnimi spremenljivkami modela ter odvisno in neodvisnimi spremenljivkami je prikazana v Tabeli 6. Iz nje je razvidno, da med neodvisnimi spremenljivkami modela življenjskega cikla podjetja ni zelo visoke korelacije oziroma je korelacija nizka. Najvišja je korelacija med donosnostjo sredstev ter kapitalom v sredstvih podjetja, ki je enaka 0,4378. Naslednji dve korelaciji glede na velikost koeficienta sta povezanost med logaritmom tržne vrednosti in razmerjem kapital v sredstvih (koeficient znaša 0,2818) ter logaritmom tržne vrednosti in donosnostjo sredstev (koeficient znaša 0,2660). Navedene korelacije med neodvisnimi spremenljivkami so vse pozitivne ter statistično značilne v korelacijski matriki Tabele 6, pri stopnji značilnosti 5 %. To pomeni, da imajo bolj dobičkonosna podjetja višji delež kapitala v sredstvih ter da so ta tudi večja, kar je skladno s teorijo življenjskega cikla.

Tabela 6: Pearsonova korelacijska matrika med spremenljivkami modela s stopnjo izplačila dividend kot odvisno spremenljivko za slovenske javne delniške družbe v letih 2007–2013

	$DIV_t/NI_{(t-1)}$	$(RE/TE)_{(t-1)}$	$(TE/TA)_{(t-1)}$	$(CA/TA)_{(t-1)}$	$ROA_{(t-1)}$	$SGR_{(t-1)}$	$LN(MV)_{(t-1)}$	$DIV_{(t-1)}/NI_{(t-1)}$
$DIV_t/NI_{(t-1)}$	1,0000							
$(RE/TE)_{(t-1)}$	-0,0485	1,0000						
$(TE/TA)_{(t-1)}$	0,0534	-0,0681	1,0000					
$(CA/TA)_{(t-1)}$	0,0716	-0,0513	0,1055	1,0000				
$ROA_{(t-1)}$	0,0008	-0,0473	0,4378**	0,0610	1,0000			
$SGR_{(t-1)}$	-0,0402	0,1649*	-0,0163	0,0831	0,1026	1,0000		
$LN(MV)_{(t-1)}$	-0,0244	0,2818**	-0,0734	-0,0726	0,2660**	0,1074	1,0000	
$DIV_{(t-1)}/NI_{(t-2)}$	0,0847	-0,036	-0,0058	-0,0227	0,0183	0,0102	-0,008	1,0000

Legenda: * Statistična značilnost pri 5 %.

** Statistična značilnost pri 1 %.

Korelacijski koeficienti med odvisno in neodvisnimi spremenljivkami v Tabeli 6 so vsi nizki in neznačilni. Navedeno, da nobena izmed neodvisnih spremenljivk ne vpliva na odvisno spremenljivko stopnja izplačila dividend močno in značilno (zelo zanimivo je, da celo med odvisno spremenljivko in odloženo stopnjo izplačila dividend praktično ni korelacije), poraja dvom v ustreznost modela za pojasnjevanje odvisne spremenljivke. Podobno nizka in neznačilna stopnja korelacije velja tudi za preostale koeficiente med neodvisnimi spremenljivkami.

Tabela 7: Pearsonova korelacijska matrika med spremenljivkami modela z dividendno donosnostjo kot odvisno spremenljivko za slovenske javne delniške družbe v letih 2007–2013

	$DPS_t/PPS_{(t-1)}$	$(RE/TE)_{(t-1)}$	$(TE/TA)_{(t-1)}$	$(CA/TA)_{(t-1)}$	$ROA_{(t-1)}$	$SGR_{(t-1)}$	$LN(MV)_{(t-1)}$	$DPS_{(t-1)}/PPS_{(t-2)}$
$DPS_t/PPS_{(t-1)}$	1,0000							
$(RE/TE)_{(t-1)}$	0,0621	1,0000						
$(TE/TA)_{(t-1)}$	0,3244**	-0,0681	1,0000					
$(CA/TA)_{(t-1)}$	0,2800**	-0,0513	0,1055	1,0000				
$ROA_{(t-1)}$	0,3015**	-0,0473	0,4378**	0,061	1,0000			
$SGR_{(t-1)}$	-0,0217	0,1649*	-0,0163	0,0831	0,1026	1,0000		
$LN(MV)_{(t-1)}$	0,0356	0,2818**	-0,0734	-0,0726	0,2660**	0,1074	1,0000	
$DPS_{(t-1)}/PPS_{(t-2)}$	0,5598**	0,1067	0,3177**	0,3175**	0,2259**	-0,0336	0,0346	1,0000

Legenda: * Statistična značilnost pri 5 %.

** Statistična značilnost pri 1 %.

Korelacijska matrika s Pearsonovimi koeficienti med neodvisnimi spremenljivkami modela ter mojo drugo odvisno spremenljivko dividendna donosnost ter med samimi neodvisnimi spremenljivkami modela življenjskega cikla je prikazana v Tabeli 7. Iz nje je razvidno, da je korelacija med neodvisno spremenljivko eno leto odložena dividendna donosnost ter ostalimi neodvisnimi spremenljivkami v polovici primerov nizka in značilna. Korelacija odvisne spremenljivke dividendna donosnost s spremenljivko eno leto odložena dividendna donosnost je srednje visoka, pozitivna ter statistično značilna. Pearsonov korelacijski koeficient znaša 0,5598, kar pomeni, da na tekočo dividendno donosnost srednje močno vpliva pretekla dividendna donosnost.

Nizki, pozitivni in statistično značilni so še korelacijski koeficienti med dividendno donosnostjo in spremenljivko kapital v sredstvih (0,4253), spremenljivko donosnost sredstev (0,3015) ter spremenljivko denar v sredstvih (0,2800). Navedeno nakazuje na dejstvo, da naj bi imela podjetja z več kapitala v sredstvih večjo dobičkonosnostjo ter podjetja z več denarja v sredstvih (starejša, bolj zrela podjetja) večjo dividendno donosnost. Preostale neodvisne spremenljivke imajo nizke korelacijske koeficiente, nekatere tudi statistično značilne pri stopnji značilnosti 5 % (ti so na primer korelacijski koeficienti med dividendno donosnostjo in kapitalom v sredstvih ter med velikostjo podjetja in zadržanimi dobički v kapitalu).

4.6 Rezultati preverjanja modela

V svoji glavni hipotezi preverjam, ali finančna kriza vpliva na dividendno politiko slovenskih podjetij. Dividendna politika podjetja oziroma politika izplačil je merjena z dvema metodama merjenja, in sicer preko stopnje izplačila dividend ter dividendne

donosnosti. Analiza se nanaša na sedemletno obdobje, ki vsebuje vsa leta finančno-gospodarske krize, ki je v Sloveniji kot eni izmed redkih držav na svetu trajala več kot polovico desetletja. Za testiranje svoje hipoteze sem uporabila združeno (angl. *pooled*) regresijo na računovodskih podatkih slovenskih javnih delniških družb, ob čemer so določene družbe v določenih letih iz vzorca izvzete zaradi manjkajočih ključnih spremenljivk.

Prva analizirana odvisna spremenljivka je stopnja izplačila dividend, prikazana v Tabeli 8.

Tabela 8: Rezultati združene regresije vpliva finančne krize na slovenska podjetja z odvisno spremenljivko stopnja izplačila dividend

Odvisna spremenljivka je stopnja izplačila dividend**							
Spremenljivka	Oznaka	Model 1		Model 2		Model 3	
		Koeficient (std. odkl.)	t-test	Koeficient (std. odkl.)	t-test	Koeficient (std. odkl.)	t-test
Konstanta		-0,481 (7,445)	-0,06	-3,484 (8,276)	-0,42	-3,471 (8,263)	-0,42
Zadržni dobički v kapitalu	$(RE/TE)_{(t-1)}$	-2,016 (3,981)	-0,51	-2,380 (4,103)	-0,58	-2,089 (4,104)	-0,51
Kapital v sredstvih	$(TE/TA)_{(t-1)}$	2,628 (3,849)	0,68	3,372 (3,896)	0,87	3,381 (3,890)	0,87
Denar v sredstvih	$(CA/TA)_{(t-1)}$	41,304 (43,074)	0,96	24,852 (44,594)	0,56	27,483 (44,573)	0,62
Donosnost sredstev	$ROA_{(t-1)}$	-0,041 (0,126)	-0,32	-0,060 (0,128)	-0,47	-0,061 (0,128)	-0,48
Rast prihodkov	$SGR_{(t-1)}$	-0,021 (0,042)	-0,50	-0,023 (0,044)	-0,53	-0,026 (0,044)	-0,58
Logaritem tržne vrednosti	$LN(MV)_{(t-1)}$	0,034 (0,402)	0,08	0,141 (0,416)	0,34	0,130 (0,416)	0,31
Odložena stopnja izplačila dividend	$DIV_{(t-1)}/NI_{(t-2)}$					0,230 (0,183)	1,26
Binarna spremenljivka za leto 2008	$D08_t$			-0,346 (3,366)	-0,10	-0,393 (3,361)	-0,12
Binarna spremenljivka za leto 2009	$D09_t$			-0,146 (3,211)	-0,05	-0,084 (3,206)	-0,03
Binarna spremenljivka za leto 2010	$D10_t$			2,076 (3,175)	0,65	2,082 (3,170)	0,66
Binarna spremenljivka za leto 2011	$D11_t$			0,409 (3,254)	0,13	-0,126 (3,276)	-0,04
Binarna spremenljivka za leto 2012	$D12_t$			0,023 (3,278)	0,01	-0,144 (3,275)	-0,04
Binarna spremenljivka za leto 2013	$D13_t$			5,103 (3,259)	1,57	4,992 (3,255)	1,53
R²		0,01		0,04		0,04	
F-test		0,37		0,59		0,67	
Stopnja značilnosti (F)		0,900		0,846		0,790	

Legenda: * Statistična značilnost pri 5 %.

** Stopnja izplačila dividend je enaka dividendam v dobičku ($DIV/NI_{(t-1)}$).

Stopnjo izplačila dividend sem uporabila v vseh treh predvidenih modelih, prikazanih v Tabeli 8, čeprav je že model 1 združene regresije zavrnil veljavnost celotnega modela z F-testom, ki znaša 0,37 pri 5-% stopnji značilnosti oziroma je zavrnjena ničelna domneva, da so vsi regresijski koeficienti modela enaki 0. Determinacijski koeficient modela 1 R^2 je enak 0,01, kar pomeni, da je z variabilnostjo neodvisnih spremenljivk modela pojasnjen le minimalen 1 % delež variabilnosti stopnje izplačila dividend. Podobno velja tudi za model 2 in model 3, le da se odstotek pojasnjene variabilnosti dvigne z 1 % na 4 %.

Tabela 9: Rezultati združene regresije vpliva finančne krize na slovenska podjetja z odvisno spremenljivko dividendna donosnost

		Odvisna spremenljivka je dividendna donosnost**					
Spremenljivka	Oznaka	Model 1		Model 2		Model 3	
		Koeficient (std. odkl.)	t-test	Koeficient (std. odkl.)	t-test	Koeficient (std. odkl.)	t-test
Konstanta		-0,001 (0,026)	-0,04	-0,038 (0,028)	-1,33	-0,016 (0,026)	-0,61
Zadržni dobički v kapitalu	RE/TE _(t-1)	0,024 (0,014)	1,71	0,020 (0,014)	1,40	0,007 (0,013)	0,58
Delež kapitala v sredstvih	TE/TA _(t-1)	0,040 (0,014)	2,91*	0,044 (0,013)	3,31*	0,022 (0,013)	1,71
Delež denarja v sredstvih	CA/TA _(t-1)	0,607 (0,152)	4,00*	0,537 (0,153)	3,52*	0,283 (0,144)	1,97*
Donosnost sredstev	ROA _(t-1)	0,001 (0,000)	2,76*	0,001 (0,000)	2,9*	0,001 (0,000)	2,43*
Rast prihodkov	SGR _(t-1)	-1,806e-4 (0,000)	-1,21	-9,390e-5 (0,000)	-0,62	-3,000e-5 (0,000)	-0,22
Logaritem tržne vrednosti	LN(MV) _(t-1)	-1,993e-4 (0,001)	-0,14	8,936e-4 (0,001)	0,63	2,878e-4 (0,001)	0,22
Odložena stopnja izplačila dividend	DIV _t /NI _(t-1)					0,467 (0,072)	6,52*
Binarna spremenljivka za leto 2008	D08 _t			0,007 (0,012)	0,62	0,005 (0,010)	0,51
Binarna spremenljivka za leto 2009	D09 _t			0,011 (0,011)	1,01	0,007 (0,010)	0,67
Binarna spremenljivka za leto 2010	D10 _t			0,017 (0,011)	1,54	0,014 (0,010)	1,39
Binarna spremenljivka za leto 2011	D11 _t			0,033 (0,011)	2,98*	0,028 (0,010)	2,72*
Binarna spremenljivka za leto 2012	D12 _t			0,035 (0,011)	3,16*	0,020 (0,010)	1,87
Binarna spremenljivka za leto 2013	D13 _t			0,014 (0,011)	1,29	0,001 (0,010)	0,13
R²		0,21		0,28		0,41	
F-test		8,80		6,06		10,09	
Stopnja značilnosti (F)		0,000		0,000		0,000	

Legenda: * Statistična značilnost pri 5 %.

** Dividendna donosnost je enaka vrednosti letnih dividend na delnico v ceni na delnico ($DIV_{t-1}/NI_{(t-2)}$).

V Tabeli 9 so prikazani rezultati združene regresije pri uporabi relativne odvisne spremenljivke dividendna donosnost ter neodvisnih spremenljivk teorije življenjskega cikla. Regresije so prav tako narejene na modelih 1, 2 in 3. Veljavnost celotnega modela je v primeru združene regresije merjena z F-testom, ki znaša za model 1 8,8 (za model 2 6,06 ter za model 3 10,09). Pri 5-% stopnji značilnosti je v vseh treh modelih zavrnjena ničelna domneva, da so vsi regresijski koeficienti modela enaki 0 oziroma da neodvisne spremenljivke modela ne vplivajo na odvisno spremenljivko dividendna donosnost. Hkrati je determinacijski koeficient R^2 za model 1, ki vsebuje samo spremenljivke modela življenjskega cikla podjetij, enak 0,21 za model 1, 0,28 za model 2 ter 0,41 za model 3. Navedeno pomeni, da je z variabilnostjo neodvisnih spremenljivk modela pojasnjeno 21 % variabilnosti dividendne donosnosti v modelu 1, 28 % variabilnosti v modelu 2 ter 41 % variabilnosti v modelu 3.

Iz Tabele 9 je razvidno, da so kapital v sredstvih, denar v sredstvih ter donosnost sredstev tiste spremenljivke, ki so značilne v regresijskem modelu 1. Vse te neodvisne spremenljivke statistično značilno (pri stopnji značilnosti 5 %) vplivajo na neodvisno spremenljivko dividendne donosnosti.

Kapital v sredstvih pozitivno vpliva na dividendno donosnost, kar potrjuje hipotezo H3. Vrednost koeficienta pri tej neodvisni spremenljivki je v modelu 1 0,040, kar pomeni, da povečanje razmerja kapital v sredstvih za eno enoto dvigne dividendno donosnost za 0,04 enot. Rezultati za ta koeficient so skladni z ugotovitvami predhodnih študij. Donosnost sredstev prav tako pozitivno vpliva na dividendno donosnost, kar potrjuje hipotezo H5. Vrednost koeficienta donosnosti sredstev je za model 1 0,001. To pomeni, da bolj dobičkonosna podjetja izplačajo višjo dividendo na ceno delnice oziroma da dvig dobičkonosnosti, merjene z ROA, za eno enoto, dvigne dividendno donosnost za 0,001 enote. Še ena spremenljivka statistično značilno in pozitivno vpliva na dividendno donosnost podjetij. Ta je delež denarja v sredstvih, kar je predvideno v hipotezi H4.

Koeficient spremenljivke denar v sredstvih znaša v modelu 1 0,607 in relativno močno pojasnjuje dividendno donosnost. Pomeni, da dvig ene enote denarja v sredstvih povzroči dvig dividendne donosnosti za približno 0,61 enote. Po DeAngelu et al. (2006) lahko tudi vir denarja vpliva na odločitev o izplačilu dividend. Visok denar v bilancah lahko pomeni tudi nedavno dokapitalizacijo in v kombinaciji z nizkimi zadržanimi dobički v kapitalu predstavlja podjetje, ki je v začetni fazi visoke potrebe po denarju in ne v fazi distribucije, kar ne kaže nujno na visoko verjetnost, da tako podjetje dividende tudi izplačuje. Glede na rezultat regresijske analize lahko trdimo, da višji denar v sredstvih pomeni višjo dividendno donosnost. V povezavi z zgornjo razlago ter glede na to, da slovenske javne delniške družbe redko uporabljajo javno dokapitalizacijo kot vir dodatnega denarja, ne moremo trditi, da visok denar v bilanci odraža podjetje, ki je v fazi rasti ter ne izplačuje dividend, in ne podjetja, ki je v zreli fazi in izplačuje dividende.

Pozitivno in močno na dividendno donosnost vpliva tudi pretekla dividendna donosnost, ki je dodana v modelu 3, kar potrjuje hipotezo H8. Koeficient neodvisne spremenljivke dividendna donosnost znaša 0,467, kar pomeni, da dvig pretekle dividendne donosnosti za eno enoto dvigne tekočo dividendno donosnost za 0,47 enote. Uvedba spremenljivke odložene dividendne donosnosti v model 3 ne zajame celotnega efekta preostalih spremenljivk življenjskega cikla enako, kot so uvedbo zagovarjali DeAngelo et al. (2006) in Hauser (2013). Tako je denimo koeficient donosnosti sredstev še vedno enak 0,001, koeficienta spremenljivk delež denarja v sredstvih (vrednost 0,283) ter kapitala v sredstvih (vrednost 0,022) se prepolovita, vsi trije pa ostanejo statistično značilni. To je skladno tako s tujimi empiričnimi raziskavami kot tudi s preteklimi slovenskimi raziskavami in pomeni, da podjetja pri izbiri svoje dividendne politike precej pozornosti posvečajo višini pretekle dividendne donosnosti oziroma da med leti uravnavajo višino dividendne donosnosti oziroma dividende gladijo.

Ostale spremenljivke (zadržani dobički v kapitalu, rast prihodkov in logaritem tržne vrednosti na dividendno donosnost podjetja) ne vplivajo statistično značilno. Koeficient zadržani dobički v kapitalu oziroma razmerje med notranje generiranimi in od zunaj prispevanimi dobički (približek razvojne stopnje podjetja) je sicer pozitivno povezan z dividendno donosnostjo, kar je skladno z ugotovitvami teorije življenjskega cikla ter empiričnimi raziskavami ameriških podjetij, vendar pa je v uporabljenem modelu na podatkih slovenskih podjetij statistično neznačilen. Enako sta ugotovila že Eije in Megginson (2008) na podatkih podjetij nekaterih evropskih držav. Rezultat regresijske analize za to spremenljivko zato ni nepričakovan, saj so slovensko gospodarsko okolje, zakonodaja in podjetja precej bolj podobni preostalim evropskim državam kot ZDA. Zaradi statistične neznačilnosti te spremenljivke ne morem sprejeti hipoteze H2.

Spremenljivka rast čistih prihodkov kot približek investicijskih priložnosti podjetja je negativno povezana z dividendno donosnostjo, kar je skladno s hipotezo H6 ter s teorijo življenjskega cikla (da višje rastoča podjetja izplačujejo nižje dividende). Spremenljivka v rezultatih regresijskega modela na podatkih slovenskih podjetij statistično neznačilno vpliva na dividendno donosnost, kar pomeni, da moram hipotezo H6 ovreči. Enako velja za hipotezo H7, saj je koeficient logaritma tržne vrednosti podjetja v modelu prav tako statistično neznačilen.

Z modelom 2, v katerem sem poleg spremenljivk življenjskega cikla iz modela 1 vključila še binarne časovne spremenljivke za leta 2008–2013, sem preverjala vpliv krize na dividendno politiko podjetij. Binarne časovne spremenljivke za leta 2008–2012 vse pozitivno vplivajo na dividendno donosnost, kar ni v skladu s pričakovanji, da naj bi se v letih 2008 in 2009 (prvo dno krize) ter v letih 2012 in 2013 (drugo dno krize) kazal negativni vpliv krize na slovenska podjetja. Glede na bazno leto 2007 sta v modelu 2 statistično značilno pozitivni le leti 2011 in 2012. V modelu 3, kjer je v model 2 dodana še

odložena dividendna donosnost, so prav tako binarne časovne spremenljivke za vsa leta pozitivne, statistično značilna pa je samo binarna spremenljivka v letu 2011. Skladno z navedenim ne morem trditi, da je finančna kriza vplivala na dividendno politiko podjetij oziroma da so ta podjetja svoja dividendna izplačila znižala, zato ne morem sprejeti svoje glavne hipoteze H1.

Čeprav so se kumulativne dividende od leta 2009 glede na leto 2008 praktično prepolovile, pa je kumulativna težna vrednost podjetij do leta 2009 padla na 43 % vrednosti iz leta 2007. Skladno s tem je povprečna dividendna donosnost na podjetje v letih po začetku krize (2008 in 2009) ostala približno na nivoju iz leta 2007, nato pa se je zaradi rasti dividend ter nadaljnega upadanja tržne vrednosti podjetij strmo dvignila. V zadnjih dveh letih je zopet upadla, vendar je bila glede na bazno leto primerjave 2007 še vedno relativno visoka. Navedeno je lahko posledica precejšnje kompleksnosti modela ter relativno majhnega števila opazovanih podjetij, ki so kotirala na borzi na dan zbiranja podatkov.

4.7 Razprava

Na podlagi empirične analize sem lahko hipoteze za nekatere spremenljivke potrdila, za druge pa sem morala hipoteze zavrniti. Lahko sem potrdila, da nekatere spremenljivke življenjskega cikla podjetja statistično značilno in pozitivno vplivajo na dividendno donosnost slovenskih javnih delniških družb. Te spremenljivke so delež kapitala v sredstvih podjetja, delež denarja v sredstvih ter tekoča dobičkonosnost podjetja. Delež denarja v sredstvih podjetja ima tudi največjo pojasnjevalno moč dividendne donosnosti. Preostale spremenljivke, kot so spremenljivka investicijskih priložnosti podjetja (merjena s stopnjo rasti prihodkov), spremenljivka velikosti podjetja (merjena z logaritmom tržne vrednosti podjetja), razmerje med zasluženim in prispevanim kapitalom (RE/TE) ter odložena dobičkonosnost, so statistično neznačilne, kar je skladno z empiričnimi raziskavami dividendne politike podjetij nekaterih evropskih držav, za katere povezava med razmerjem RE/TE ter nagnjenostjo k plačevanju dividend prav tako ni značilna.

Glede na navedeno ne morem trditi, da teorija življenjskega cikla podjetja oziroma izbrane spremenljivke v ZDA dokazanega modela v celoti oziroma dobro pojasnjuje obnašanje slovenskih podjetij pri izplačevanju dividend (na to kaže tudi višina determinacijskega koeficienta osnovnega modela, ki znaša 21 %). Prav tako na podlagi rezultatov regresijske analize ne morem zaključiti, da je finančna kriza vplivala na dividendno politiko slovenskih javnih delniških družb podjetij. Dejansko se je dividendna donosnost v sredini obdobja krize celo statistično značilno dvignila, kar je zelo verjetno zaradi velike pregretosti slovenskega gospodarstva pred krizo, s tem pa precenjenosti tržnih vrednosti podjetij ter posledičnim ogromnim padcem tržnih vrednosti podjetij. Svojo tržno vrednost sta v letu 2008 ohranili le dve podjetji (Nama d.d. in Gea d.d.), medtem ko se je vsem ostalim podjetjem znižala za celo 70 % in več (taka podjetja so Petrol d.d., Telekom

Slovenije d.d., Luka Koper, Istrabenz, Intereuropa in Gorenje). S hkratnim upadanjem kumulativnih dividend v prvih dveh letih krize je dividendna donosnost ostala približno na ravni leta 2007 vse do leta 2009.

Pri interpretaciji rezultatov je treba upoštevati tudi omejitve raziskave. Takšna omejitev je predvsem velikost vzorca, zaradi česar sem se tudi odločila za združeno regresijsko analizo. Na Ljubljanski borzi je na dan 17. marca 2016 s svojimi delnicami kotiralo 43 podjetij. Iz analize je bilo že na začetku izločenih 9 finančnih družb, zato je v vzorcu ostalo le 34 družb. Nato so bile iz analize po letih izključene še nekatere družbe, ki jim manjkajo ključne spremenljivke. V vzorcu je tako po letih opazovanja med 26 in 31 družb (razvidno iz Tabele 1 v Prilogi 3), kar predstavlja majhen vzorec in ključno omejitev te analize. Hkrati je možno, da kompleksnost modela v povezavi s številom opazovanih podjetij onemogoča potrditev moje hipoteze.

Ena od možnih poti nadaljnjega raziskovanja dividendne politike slovenskih javnih delniških družb je prav povečanje oziroma razširitev vzorca podjetij z zaprtimi delniškimi družbami, ki so s svojimi delnicami v preteklosti kotirale na Ljubljanski borzi in so se nato z Ljubljanske borze predvsem zaradi njene majhnosti in nelikvidnosti umaknile. V nadaljevanju bi bila možna tudi izključitev statistično neznačilnih neodvisnih spremenljivk mojega modela ter morebitna vključitev spremenljivk, ki jih je uporabil Tilen Zugwitz (2003).

SKLEP

Uspešna podjetja ustvarjajo dobičke, ki jih lahko reinvestirajo v delovna sredstva, uporabijo za nakup vrednostnih papirjev ali za poplačilo dolga, lahko pa jih uporabijo za distribucijo delničarjem. V primeru odločitve, da se ti dobički distribuirajo lastnikom, so ključna naslednja vprašanja: koliko denarja je smotrno deliti med delničarje; ali naj bo ta distribucija narejena v obliki dividend ali v obliki odkupov lastnih delnic; ali naj bo distribucija skozi leta stabilna in zanesljiva (kar naj bi bolj ustrezalo delničarjem); ali naj se distribucija po letih giblje skladno z denarnimi tokovi podjetja in investicijskimi priložnostmi podjetja (kar je običajno bolj smotrno z vidika podjetja) (Brigham & Daves, 2002).

S temi vprašanji se ukvarjajo različne teorije dividendne politike podjetij. Delimo jih lahko na tri osnovne teorije, ki so si nasprotujoče v temeljnih predpostavkah. Kljub več kot tristoletni zgodovini dividendnih izplačil in določnim teoretičnim in empiričnim zasnovam, ki so obstajale pred drugo polovico 20. stoletja, so se sodobne teorije dividendne politike začele z Gordon-Lintnerjevo teorijo »vrabca v roki« ter Miler-Modiglianijevo teorijo kot kritiko slednje. V zadnjih petdesetih letih so se s pravo poplavo teoretičnih dognanj in empiričnih raziskav dividendne politike izoblikovale številne teorije in hipoteze, ki še

vedno niso rešile zapletenega vprašanja dividendne uganke in prišle do konsenza glede dividendne politike.

Še najbliže konsistentnosti pri različnih empiričnih raziskavah je prišla teorija, ki pri izplačevanju dividend upošteva življenjski cikel podjetja, čeprav je v okviru dividendne politike ta teorija dokaj nova. Temelji na ključnih predpostavkah modela življenjskega cikla dividendne politike, da imajo večja, bolj dobičkonosna podjetja, v katerih zadržani dobički predstavljajo večji del lastnega kapitala, večjo nagnjenost k plačevanju dividend zaradi rastočih stroškov ohranjanja oziroma vse nižjih možnosti rasti (Denis in Osobov, 2008). Podjetja svojo dividendno politiko torej določijo glede na tisto izmed petih razvojnih stopenj, v kateri so. Hitro rastoča, manj poznana podjetja z velikim izborom potencialno dobrih investicijskih projektov, nezadostnimi lastnimi denarnimi tokovi, visokimi stroški zunanjega financiranja in s posledično potrebo po zadrževanju dobičkov običajno ne izplačujejo dividend, medtem ko stabilna podjetja z večjimi denarnimi tokovi in relativno malo investicijskimi projekti izplačujejo višje dividende (Damodaran, 2011).

Temeljne predpostavke teorije življenjskega cikla, ki so del značilnosti podjetja, predstavljajo enega izmed treh večjih skupin dejavnikov, ki vplivajo na dividendno politiko podjetja. Preostali dve skupini dejavnikov sta še značilnosti trga ter alternativne oblike izplačil. Gospodarsko okolje podjetja, ki se med državami razlikuje in je determinirano z zgodovino ekonomskega razvoja, z zakonodajnimi omejitvami oziroma specifikami (stopnje obdavčitve izplačil, pravna zaščita delničarjev in sama oblika delniške družbe) ter s politiko javne delniške družbe v primerjavi z zasebno, zelo pomembno vpliva na dividendno politiko podjetja. Ne nazadnje naj bi na samo dividendno politiko vplival tudi disciplinski faktor konkurence med ponudniki na trgu. Izbira politike dividend ima za podjetje večje pozitivne učinke, če pri svoji odločitvi o izplačevanju upošteva čim več dejavnikov posamezne skupine.

Slovenska podjetja so bila pred finančno krizo leta 2007 z redkimi izjemami usmerjena v intenzivno širitev poslovanja ali pa lastniško konsolidacijo, ki so jo financirala s pomočjo prelahko dosegljivih kratkoročnih bančnih posojil. Po finančnem zlomu je tudi v Sloveniji zmanjkalo poceni kapitala, zato so banke in podjetja morali začeti vračati svoje dolgove. Nefinančnim družbam v indeksu SBI 20 so tako v prvih devetih mesecih leta 2009 upadli prihodki iz prodaje za desetino, dobiček iz poslovanja za tretjino, čisti dobiček pa skoraj za polovico (Mastnak, 2010). Kriza je v Sloveniji trajala dlje kot v večini držav po svetu, in sicer od leta 2008 pa vse do leta 2013 in je imela obliko črke W. Prvo dno je kriza dosegla leta 2009, drugo dno pa leta 2012.

Povezavo modela življenjskega cikla dividendne politike ter finančne krize z verjetnostjo izplačevanja dividend je empirično dokazal Hauser. Njegove ugotovitve so, da se je verjetnost za plačevanje dividend v letih 2008 in 2009 zmanjšala ter da se je bistveno

povečala verjetnost ukinitve oziroma znižanja dividend. Poleg tega visoko denarno razmerje pred krizo ni imelo pomembnega vpliva na verjetnost znižanja dividende, po krizi pa so nizka denarna razmerja povečala verjetnost znižanja dividend. Dokazal je ključni pomen denarja po krizi, spremembo dividendne politike zaradi finančne krize oziroma vpliv finančne sposobnosti podjetja med krizo na odločitev podjetja o nadaljnjem plačevanju ali zmanjšanju/ukinitvi plačevanja dividend.

Iz analize agregatnih podatkov je možno zaključiti, da so podjetja znižala agregatno raven dividend v letu 2008 praktično na polovično raven leta 2007, v naslednjih letih pa so jo vseskozi dvigovala. Ob tem je agregatni čisti poslovni izid obračunskega obdobja nihal precej bolj kot agregatne dividende, kar kaže na nepripravljenost managementa, da bi zniževali dividende, oziroma na dejstvo, da management gladi dividende oziroma pri določanju višine izplačil upošteva prihodnje in ne tekočih dobičkov. Iz leta 2007 na leto 2008 se je agregatna tržna vrednost znižala za 64,2 %. Visoka agregatna tržna vrednost v letu 2007 je bila posledica pregretega gospodarstva ter precenjenih delnic na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev. Leta 2009 se je agregatna tržna vrednost nekoliko dvignila, potem pa je do leta 2011 upadala in v tem letu dosegla najnižjo vrednost v obdobju krize. Agregatne izplačane dividende so se po začetnem padcu v dveh zaporednih letih (s tem so leta 2009 prišle na vrednost 54,8 % vrednosti iz leta 2007) v naslednjih dveh letih počasi dvigovale, dokler leta 2013 niso dosegle agregatne vrednosti iz leta 2007. Povprečna dividendna donosnost je bila med letoma 2007 in 2009 dokaj konstantna, nato se je v dveh letih več kot podvojila, v zadnjih dveh opazovanih letih pa je upadla malo manj kot za polovico.

Analiza aritmetičnih sredin neodvisnih spremenljivk kaže na to, da so podjetja, ki dividende izplačujejo, v povprečju bolj dobičkonosna kot podjetja, ki dividend ne izplačujejo, merjeno s tekočo spremenljivko donosnosti celotnih sredstev. Podjetja, ki dividend ne izplačujejo, imajo donosnost sredstev celo negativno, enako kot v ZDA. Ta imajo v ZDA skladno s teorijo ob nižji dobičkonosnosti veliko višje stopnje rasti, v Sloveniji pa to ne drži, saj imajo neizplačevalci povprečno stopnjo rasti negativno in precej nižjo od izplačevalcev. Poleg tega je bilo v opazovanem obdobju veliko bolj verjetno, da so izplačevalci dividende izplačevali tudi v preteklem letu (v primerjavi s podjetji, ki dividend niso izplačevala).

Razviden je tudi vpliv krize na povprečno tržno vrednost podjetij. Ta je v obdobju krize za kar dve tretjini nižja kot v letu pred krizo. Ta veliki padec tržne vrednosti se je zelo verjetno med obema obdobjema zgodil zaradi pregretosti in precenjenosti domačega trga kapitala pred krizo ter tudi zaradi dolgega okrevanja po krizi. Povprečni denar se je v obdobju krize skoraj potrojil, kar kaže na pomen denarja oziroma na to, da ga podjetja bolj držijo med finančno krizo kot pred njo. Rast prihodkov je bila pred krizo pozitivna, v obdobju krize pa negativna, kar nakazuje na obdobje recesije, ki je videti precej globlja in

daljša, kot je bila drugje po svetu oziroma ta skupaj z dobičkonosnostjo potrjuje W obliko krize s prvim dnom v letu 2009 ter drugim dnom v letu 2012.

Cilj te magistrske naloge je bil odgovoriti na vprašanje, ali je svetovna finančna kriza vplivala na dividendno politiko slovenskih javnih delniških družb v obdobju od leta 2006 do 2014 oziroma znotraj časovne vrste spremenljivk v letih 2007–2013. Z združeno regresijo sem testirala zgornjo hipotezo ter ustreznost spremenljivk teorije življenjskega cikla podjetja pri izplačevanju dividend. S tem sem lahko potrdila, da spremenljivke življenjskega cikla podjetja (višina kapitala v sredstvih podjetja, višina denarja v sredstvih, dobičkonosnost podjetja) statistično značilno vplivajo na dividendno politiko podjetij, merjeno skozi dividendno donosnost, ki je odvisna spremenljivka moje analize.

Na dividendno donosnost vpliva tudi eno leto odložena dividendna donosnost, kar je skladno z Lintnerjevo teorijo politike dividend. Ta in pa višina denarja v sredstvih imata prvi dve največji pojasnjevalni moči dividendne donosnosti. Preostale spremenljivke, kot so spremenljivka investicijskih priložnosti podjetja, spremenljivka velikosti podjetja, razmerje med zasluženim in prispevanim kapitalom ter odložena dobičkonosnost, so statistično neznačilne. Povezava med razmerjem RE/TE ter nagnjenostjo k plačevanju dividend prav tako ni značilna, kar je skladno z evropskimi raziskavami dividendne politike. Glede na navedeno ne morem trditi, da teorija življenjskega cikla podjetja oziroma izbrane spremenljivke v ZDA dokazanega modela v celoti pojasnjuje obnašanje slovenskih podjetij pri izplačevanju dividend. Hkrati je moja raziskava pokazala, da nobeno izmed let krize ni negativno vplivalo na dividendno politiko podjetij oziroma mero dividendnega izplačila, ki sem jo uporabila – dividendno donosnost. Dejansko je analiza pokazala statistično značilen dvig dividendne donosnosti v letu 2011, kar pomeni, da na podlagi empirične analize ne morem trditi, da je finančna kriza negativno vplivala na dividendno politiko slovenskih podjetij.

Zgoraj navedeno je lahko posledica zelo pregretega slovenskega gospodarstva in precenjenosti cen delnic oziroma tržnih vrednosti podjetij pred krizo ter posledičnega velikega padca obeh v prvih letih po začetku krize, kar preko imenovalca vpliva na kazalnik dividendne donosnosti. Lahko pa je tudi posledica precejšnje kompleksnosti modela v povezavi s številom opazovanih podjetij po letih, kar bi bilo možno rešiti s širitvijo vzorca na podjetja, ki so v preteklosti kotirala na borzi.

LITERATURA IN VIRI

1. Abreau, J.F., & Gulamhussen, M.A. (2013). Dividend payouts: Evidence from U.S. bank holding companies in the context of the financial crisis. *Journal of Corporate Finance* 22, 54–65.
2. AG d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja AG d.d.* Ljubljana: AG d.d.
3. AG d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja AG d.d.* Ljubljana: AG d.d.
4. AG d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja AG d.d.* Ljubljana: AG d.d.
5. AG d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja AG d.d.* Ljubljana: AG d.d.
6. AG d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja AG d.d.* Ljubljana: AG d.d.
7. AG d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja AG d.d.* Ljubljana: AG d.d.
8. AG d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja AG d.d.* Ljubljana: AG d.d.
9. AG d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja AG d.d.* Ljubljana: AG d.d.
10. AG d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja AG d.d.* Ljubljana: AG d.d.
11. Albreht, M., Fric, D., Grum, P., Hajdinjak, P., Košak, M., Maletič, M., Mrak, M., Ojsteršek, D., Podberšič, M., Rant, V., Rigelnmik, M., & Valentinčič, A. (2008). Posledice finančne krize na razvoj realnega sektorja in obeti za prihodnost: Primer Slovenije. V J. Prašnikar, & A. Cirman (ur.), *Globalna finančna kriza in eko strategije podjetij: Dopolnjevanje ali nasprotovanje* (str. 85–100). Ljubljana: Časnik Finance.
12. Al-Malkawi, H.N., Bhatti, M.I., & Magableh, S.I. (2014). On the dividend smoothing, signaling and the global financial crisis. *Econometric Modeling* 42, 159–165.
13. Ang, J.S., & Ciccone S.J. (2009). Dividend Irrelevance Theory. V H.K. Baker (ur.), *Dividends and Dividend Policy* [e-knjiga]. Hoboken: John Wiley & Sons.
14. Arhiv vrednosti VP in indeksov. (b.l.). V *Ljubljanska borza*. Najdeno 16. marca 2016 na spletem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1289>
15. Baker, H.K. (2009). Dividends and Dividend Policy: An Overview. V H.K. Baker (ur.), *Dividends and Dividend Policy* [e-knjiga]. Hoboken: John Wiley & Sons.
16. Baker, H.K., & Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, 41(2), 126–144.
17. Bancel, F., Bhattacharyya, N., & Mittoo, U.R. (2009). Cross-Country Determinants of Payout Policy: European Firms. V H.K. Baker, (ur.), *Dividends and Dividend Policy* [e-knjiga]. Hoboken: John Wiley & Sons.
18. Banka Slovenije. (2014). *Pogled Banke Slovenije na strateške izzive ekonomske politike v Sloveniji*. Ljubljana: Banka Slovenije.
19. Banka Slovenije. (2015). *Poročilo Banke Slovenije o vzrokih za nastali kapitalski primanjkljaj bank in vlogi Banke Slovenije pri tem kot bančnega regulatorja, sanaciji bank v letih 2013 in 2014, o učinkovitosti sistema korporativnega upravljanja bank v državni lasti in načinu reševanja posledic kapitalske neustreznosti poslovnih bank*. Ljubljana: Banka Slovenije.

20. Basse, T., Reddemann, S., Riegler J.J., & Graf von der Schulenburg, J.M. (2014). Bank dividend policy and the global financial crisis: Empirical evidence from Europe. *Journal of Political Economy* 34, S25–S32.
21. Benrud, E. (2009). The Historical Evolution of Dividends. V Baker, H.K. (ur.), *Dividends and Dividend Policy* [e-knjiga]. Hoboken: John Wiley & Sons.
22. Bhattacharyya, N. (2007). Dividend policy: a review. *Managerial Finance*, 33(1), 4–13.
23. Bliss, B.A., Cheng, Y., & Denis, D.J. (2015). Corporate payout, cash retention, and the supply of credit: Evidence from the 2008–2009 credit crisis. *Journal of Financial Economics* 115(3), 521–540.
24. Brigham, E.F., & Daves, P.R. (2002). *Intermediate Financial Management* (7th ed.). Forth Worth: South-Western.
25. Brigham, E.F., & Daves, P.R. (2013). *Intermediate Financial Management* (11th ed.). Masson: South-Western.
26. Bulan, L.T., & Subramanian, N. (2009). The Life Cycle Theory of Dividends. V H.K. Baker (ur.), *Dividends and Dividend Policy* [e-knjiga]. Hoboken: John Wiley & Sons.
27. Campello, M., Graham, J.R., & Harvey C.R. (2010). The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics* 97(3), 470–487.
28. Cetis d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Cetis d.d.* Celje: Cetis d.d.
29. Cetis d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Cetis d.d.* Celje: Cetis d.d.
30. Cetis d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Cetis d.d.* Celje: Cetis d.d.
31. Cetis d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Cetis d.d.* Celje: Cetis d.d.
32. Cetis d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Cetis d.d.* Celje: Cetis d.d.
33. Cetis d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Cetis d.d.* Celje: Cetis d.d.
34. Cetis d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Cetis d.d.* Celje: Cetis d.d.
35. Cetis d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Cetis d.d.* Celje: Cetis d.d.
36. Cetis d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Cetis d.d.* Celje: Cetis d.d.
37. Cinkarna Celje d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Cinakarna Celje d.d.* Celje: Cinkarna Celje d.d.
38. Cinkarna Celje d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Cinakarna Celje d.d.* Celje: Cinkarna Celje d.d.
39. Cinkarna Celje d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Cinakarna Celje d.d.* Celje: Cinkarna Celje d.d.
40. Cinkarna Celje d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Cinakarna Celje d.d.* Celje: Cinkarna Celje d.d.
41. Cinkarna Celje d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Cinakarna Celje d.d.* Celje: Cinkarna Celje d.d.
42. Cinkarna Celje d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Cinakarna Celje d.d.* Celje: Cinkarna Celje d.d.

43. Cinkarna Celje d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Cinakarna Celje d.d.* Celje: Cinkarna Celje d.d.
44. Cinkarna Celje d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Cinakarna Celje d.d.* Celje: Cinkarna Celje d.d.
45. Cinkarna Celje d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Cinakarna Celje d.d.* Celje: Cinkarna Celje d.d.
46. Damijan, J.P. (2012). L-kriza v Sloveniji in izgubljeno desetletje. *Damijan blog*. Najdeno 17. marca 2016 na spletnem naslovu <http://damijan.org/2012/10/12/l-kriza-v-sloveniji-in-izgubljeno-desetletje/>
47. Damodaran, A. (2011). *Applied Corporate Finance* (3rd ed.). Hoboken: John Wiley & Sons.
48. Datalab Tehnologije d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Datalab Tehnologije d.d.* Ljubljana: Datalab Tehnologije d.d.
49. Datalab Tehnologije d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Datalab Tehnologije d.d.* Ljubljana: Datalab Tehnologije d.d.
50. Datalab Tehnologije d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Datalab Tehnologije d.d.* Ljubljana: Datalab Tehnologije d.d.
51. Datalab Tehnologije d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Datalab Tehnologije d.d.* Ljubljana: Datalab Tehnologije d.d.
52. Datalab Tehnologije d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Datalab Tehnologije d.d.* Ljubljana: Datalab Tehnologije d.d.
53. Datalab Tehnologije d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Datalab Tehnologije d.d.* Ljubljana: Datalab Tehnologije d.d.
54. Datalab Tehnologije d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Datalab Tehnologije d.d.* Ljubljana: Datalab Tehnologije d.d.
55. 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* 81(2), 227–254.
56. Delo Prodaja d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Delo prodaja d.d.* Ljubljana: Delo prodaja d.d.
57. Delo Prodaja d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Delo prodaja d.d.* Ljubljana: Delo prodaja d.d.
58. Delo Prodaja d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Delo prodaja d.d.* Ljubljana: Delo prodaja d.d.
59. Delo Prodaja d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Delo prodaja d.d.* Ljubljana: Delo prodaja d.d.
60. Delo Prodaja d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Delo prodaja d.d.* Ljubljana: Delo prodaja d.d.
61. Delo Prodaja d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Delo prodaja d.d.* Ljubljana: Delo prodaja d.d.

62. Delo Prodaja d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Delo prodaja d.d.* Ljubljana: Delo prodaja d.d.
63. Delo Prodaja d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Delo prodaja d.d.* Ljubljana: Delo prodaja d.d.
64. Delo Prodaja d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Delo prodaja d.d.* Ljubljana: Delo prodaja d.d.
65. Denis, D., & Stepanyan G. (2009). Factors Influencing Dividends. V H.K. Baker (ur.), *Dividends and Dividend Policy* [e-knjiga]. Hoboken: John Wiley & Sons.
66. Denis, D.J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics* 89(1), 62–82.
67. De Rooij, M., & Renneboog, L. (2009). The Catering Theory of Dividends. V H.K. Baker (ur.), *Dividends and Dividend Policy* [e-knjiga]. Hoboken: John Wiley & Sons.
68. Dividend yield. (b.l.). V *Investopedia*. Najdeno 10. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/terms/d/dividendyield.asp>
69. Easterbrook, F.H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review* 74(4), 650–659.
70. Fama, E.F., & French, K.R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay. *Journal of Financial Economics* 60(1), 3–43.
71. Fenn, G.W., & Liang, N. (2001). Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives. *Journal of Financial Economics* 60(1), 45–72.
72. Floyd, E., Li, N., & Skinner, D.J. (2015). Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends. *Journal of Financial Economics* 118(2), 299–316.
73. Gea d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Gea d.d.* Slovenska Bistrica: Gea d.d.
74. Gea d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Gea d.d.* Slovenska Bistrica: Gea d.d.
75. Gea d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Gea d.d.* Slovenska Bistrica: Gea d.d.
76. Gea d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Gea d.d.* Slovenska Bistrica: Gea d.d.
77. Gea d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Gea d.d.* Slovenska Bistrica: Gea d.d.
78. Gea d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Gea d.d.* Slovenska Bistrica: Gea d.d.
79. Gea d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Gea d.d.* Slovenska Bistrica: Gea d.d.
80. Gea d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Gea d.d.* Slovenska Bistrica: Gea d.d.
81. Gea d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Gea d.d.* Slovenska Bistrica: Gea d.d.
82. Gordon, M.J. (1959). Dividends, Earnings and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics* 41(2), 99–105.
83. Gorenje d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Gorenje d.d.* Velenje: Gorenje d.d.
84. Gorenje d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Gorenje d.d.* Velenje: Gorenje d.d.
85. Gorenje d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Gorenje d.d.* Velenje: Gorenje d.d.
86. Gorenje d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Gorenje d.d.* Velenje: Gorenje d.d.

87. Gorenje d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Gorenje d.d.* Velenje: Gorenje d.d.
88. Gorenje d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Gorenje d.d.* Velenje: Gorenje d.d.
89. Gorenje d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Gorenje d.d.* Velenje: Gorenje d.d.
90. Gorenje d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Gorenje d.d.* Velenje: Gorenje d.d.
91. Gorenje d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Gorenje d.d.* Velenje: Gorenje d.d.
92. Graham, B., & Dodd, D.L. (1951). *Security Analysis* (3rd ed.). New York: McGraw-Hill.
93. Grullon, G., & Michaely, R. (2008). Corporate Payout Policy and Product Market Competition. *AFA 2008 New Orleans Meetings Paper*, 1–33.
94. Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan B. (2002). Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *Journal of Business* 75(3), 387-424.
95. Gujarati, D.G. (1995). *Basic econometrics* (3rd ed.). New York: McGraw-Hill.
96. Hauser, R. (2013). Did dividend policy change during the financial crisis? *Managerial Finance*, 39(6), 584–606.
97. Hsieh, J., & Wang, Q. (2009a). Stock Repurchases: Theory and Evidence, Part 1. V H.K. Baker (ur.), *Dividends and Dividend Policy* [e-knjiga]. Hoboken: John Wiley & Sons.
98. Hsieh, J., & Wang, Q. (2009b). Stock Repurchases: Theory and Evidence, Part 2. V H.K. Baker (ur.), *Dividends and Dividend Policy* [e-knjiga]. Hoboken: John Wiley & Sons.
99. Hull, J.C. (2012). *Risk Management and Financial Institutions* (3rd ed.). Hoboken: John Wiley & Sons.
100. Inles d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Inles d.d.* Ribnica: Inles d.d.
101. Inles d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Inles d.d.* Ribnica: Inles d.d.
102. Inles d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Inles d.d.* Ribnica: Inles d.d.
103. Inles d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Inles d.d.* Ribnica: Inles d.d.
104. Inles d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Inles d.d.* Ribnica: Inles d.d.
105. Inles d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Inles d.d.* Ribnica: Inles d.d.
106. Inles d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Inles d.d.* Ribnica: Inles d.d.
107. Inles d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Inles d.d.* Ribnica: Inles d.d.
108. Inles d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Inles d.d.* Ribnica: Inles d.d.
109. Intereuropa d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d.* Koper: Intereuropa d.d.
110. Intereuropa d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d.* Koper: Intereuropa d.d.
111. Intereuropa d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d.* Koper: Intereuropa d.d.
112. Intereuropa d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d.* Koper: Intereuropa d.d.
113. Intereuropa d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d.* Koper: Intereuropa d.d.

114. Intereuropa d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d.* Koper: Intereuropa d.d.
115. Intereuropa d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d.* Koper: Intereuropa d.d.
116. Intereuropa d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d.* Koper: Intereuropa d.d.
117. Intereuropa d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d.* Koper: Intereuropa d.d.
118. Intertrade ITA d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Intertrade ITA d.d.* Ljubljana: Intertrade ITA d.d.
119. Intertrade ITA d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Intertrade ITA d.d.* Ljubljana: Intertrade ITA d.d.
120. Intertrade ITA d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Intertrade ITA d.d.* Ljubljana: Intertrade ITA d.d.
121. Intertrade ITA d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Intertrade ITA d.d.* Ljubljana: Intertrade ITA d.d.
122. Intertrade ITA d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Intertrade ITA d.d.* Ljubljana: Intertrade ITA d.d.
123. Intertrade ITA d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Intertrade ITA d.d.* Ljubljana: Intertrade ITA d.d.
124. Intertrade ITA d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Intertrade ITA d.d.* Ljubljana: Intertrade ITA d.d.
125. Intertrade ITA d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Intertrade ITA d.d.* Ljubljana: Intertrade ITA d.d.
126. Intertrade ITA d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Intertrade ITA d.d.* Ljubljana: Intertrade ITA d.d.
127. Istrabenz d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Istrabenz d.d.* Koper: Istrabenz d.d.
128. Istrabenz d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Istrabenz d.d.* Koper: Istrabenz d.d.
129. Istrabenz d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Istrabenz d.d.* Koper: Istrabenz d.d.
130. Istrabenz d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Istrabenz d.d.* Koper: Istrabenz d.d.
131. Istrabenz d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Istrabenz d.d.* Koper: Istrabenz d.d.
132. Istrabenz d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Istrabenz d.d.* Koper: Istrabenz d.d.
133. Istrabenz d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Istrabenz d.d.* Koper: Istrabenz d.d.
134. Istrabenz d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Istrabenz d.d.* Koper: Istrabenz d.d.
135. Istrabenz d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Istrabenz d.d.* Koper: Istrabenz d.d.
136. Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
137. Kiymaz, H. (2009). Stock Splits, Stock Dividends, and Dividend Reinvestment Planes. V H.K. Baker (ur.), *Dividends and Dividend Policy* [e-knjiga]. Hoboken: John Wiley & Sons.

138. Kompas MTS d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d.* Ljubljana: Kompas MTS d.d.
139. Kompas MTS d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d.* Ljubljana: Kompas MTS d.d.
140. Kompas MTS d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d.* Ljubljana: Kompas MTS d.d.
141. Kompas MTS d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d.* Ljubljana: Kompas MTS d.d.
142. Kompas MTS d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d.* Ljubljana: Kompas MTS d.d.
143. Kompas MTS d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d.* Ljubljana: Kompas MTS d.d.
144. Kompas MTS d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d.* Ljubljana: Kompas MTS d.d.
145. Kompas MTS d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d.* Ljubljana: Kompas MTS d.d.
146. Kompas MTS d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d.* Ljubljana: Kompas MTS d.d.
147. Krka d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Krka d.d.* Novo mesto: Krka d.d.
148. Krka d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Krka d.d.* Novo mesto: Krka d.d.
149. Krka d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Krka d.d.* Novo mesto: Krka d.d.
150. Krka d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Krka d.d.* Novo mesto: Krka d.d.
151. Krka d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Krka d.d.* Novo mesto: Krka d.d.
152. Krka d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Krka d.d.* Novo mesto: Krka d.d.
153. Krka d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Krka d.d.* Novo mesto: Krka d.d.
154. Krka d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Krka d.d.* Novo mesto: Krka d.d.
155. Krka d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Krka d.d.* Novo mesto: Krka d.d.
156. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). *Investor Protection and Corporate Valuation*. Cambridge: Harvard University.
157. Lazonick, W. (2016). *How Stock Buybacks Make Americans Vulnerable to Globalization*. Cambridge: The Academic-Industry Research Network.
158. Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and taxes. *American Economic Review* 46(2), 97–113.
159. Liquidating dividend. (b.l.). V *Investopedia*. Najdeno 6. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/terms/l/liquidatingdividend.asp>
160. Luka Koper d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Luka koper d.d.* Koper: Luka Koper d.d.
161. Luka Koper d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Luka koper d.d.* Koper: Luka Koper d.d.
162. Luka Koper d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Luka koper d.d.* Koper: Luka Koper d.d.

163. Luka Koper d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Luka koper d.d.* Koper: Luka Koper d.d.
164. Luka Koper d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Luka koper d.d.* Koper: Luka Koper d.d.
165. Luka Koper d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Luka koper d.d.* Koper: Luka Koper d.d.
166. Luka Koper d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Luka koper d.d.* Koper: Luka Koper d.d.
167. Luka Koper d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Luka koper d.d.* Koper: Luka Koper d.d.
168. Luka Koper d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Luka koper d.d.* Koper: Luka Koper d.d.
169. Mastnak, S. (2010). Gospodarsko-finančna kriza in možnosti za financiranje gospodarskih družb preko trga kapitala. V M. Simoneti (ur.), *Razvojne priložnosti trga kapitala v Sloveniji po finančni krizi* (str. 82–91). Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja.
170. Melamin d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Melamin d.d.* Kočevje: Melamin d.d.
171. Melamin d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Melamin d.d.* Kočevje: Melamin d.d.
172. Melamin d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Melamin d.d.* Kočevje: Melamin d.d.
173. Melamin d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Melamin d.d.* Kočevje: Melamin d.d.
174. Melamin d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Melamin d.d.* Kočevje: Melamin d.d.
175. Melamin d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Melamin d.d.* Kočevje: Melamin d.d.
176. Melamin d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Melamin d.d.* Kočevje: Melamin d.d.
177. Melamin d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Melamin d.d.* Kočevje: Melamin d.d.
178. Melamin d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Melamin d.d.* Kočevje: Melamin d.d.
179. Mental accounting. (b.l.). V *Investopedia*. Najdeno 26. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/terms/m/mentalaccounting.asp>
180. Mercator d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Mercator d.d.* Ljubljana: Mercator d.d.
181. Mercator d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Mercator d.d.* Ljubljana: Mercator d.d.
182. Mercator d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Mercator d.d.* Ljubljana: Mercator d.d.
183. Mercator d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Mercator d.d.* Ljubljana: Mercator d.d.
184. Mercator d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Mercator d.d.* Ljubljana: Mercator d.d.
185. Mercator d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Mercator d.d.* Ljubljana: Mercator d.d.
186. Mercator d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Mercator d.d.* Ljubljana: Mercator d.d.
187. Mercator d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Mercator d.d.* Ljubljana: Mercator d.d.
188. Mercator d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Mercator d.d.* Ljubljana: Mercator d.d.
189. Michayluk, D. (2009). Stock Splits, Stock Dividends, and Reverse Splits. V H.K. Baker (ur.), *Dividends and Dividend Policy* [e-knjiga]. Hoboken: John Wiley & Sons.
190. Mikluš, M. (2014). *Politika dividend in vpliv objav o povišanju dividend na cene delnic* (magistrsko delo). Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.

191. Miller, M.H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business* 34(4), 411–433.
192. Mishkin, F.S. (1992). Anatomy of financial crisis. *Journal of evolutionary economics*, 2(2), 115–130.
193. Mishkin, F.S. (2011). Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis. *Journal of Economic Perspectives*, 25(1), 49–70.
194. Mishkin, F.S. (2012). Macroeconomics: policy and practice (Global ed.). Harlow: Pearson.
195. Mlinotest d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d.* Ajdovščina: Mlinotest d.d.
196. Mlinotest d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d.* Ajdovščina: Mlinotest d.d.
197. Mlinotest d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d.* Ajdovščina: Mlinotest d.d.
198. Mlinotest d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d.* Ajdovščina: Mlinotest d.d.
199. Mlinotest d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d.* Ajdovščina: Mlinotest d.d.
200. Mlinotest d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d.* Ajdovščina: Mlinotest d.d.
201. Mlinotest d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d.* Ajdovščina: Mlinotest d.d.
202. Mlinotest d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d.* Ajdovščina: Mlinotest d.d.
203. Mlinotest d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d.* Ajdovščina: Mlinotest d.d.
204. Mramor, D. (2009, 26. februar). Kriza bo Slovenijo močno prizadela. *Mladina* (8), str. 21–22.
205. Mueller, D.C. (1972). A Life Cycle Theory of the Firm. *Journal of Industrial Economics* 20(3), 199–219.
206. Mukherjee, T. (2009). Agency Costs and the Free Cash Flow Hypothesis. V H.K. Baker (ur.), *Dividends and dividend policy* [e-knjiga]. Hoboken: John Wiley & Sons.
207. Nama d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Nama d.d.* Ljubljana: Nama d.d.
208. Nama d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Nama d.d.* Ljubljana: Nama d.d.
209. Nama d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Nama d.d.* Ljubljana: Nama d.d.
210. Nama d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Nama d.d.* Ljubljana: Nama d.d.
211. Nama d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Nama d.d.* Ljubljana: Nama d.d.
212. Nama d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Nama d.d.* Ljubljana: Nama d.d.
213. Nama d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Nama d.d.* Ljubljana: Nama d.d.
214. Nama d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Nama d.d.* Ljubljana: Nama d.d.
215. Nama d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Nama d.d.* Ljubljana: Nama d.d.

216. Petrol d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Petrol d.d.* Ljubljana: Petrol d.d.
217. Petrol d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Petrol d.d.* Ljubljana: Petrol d.d.
218. Petrol d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Petrol d.d.* Ljubljana: Petrol d.d.
219. Petrol d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Petrol d.d.* Ljubljana: Petrol d.d.
220. Petrol d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Petrol d.d.* Ljubljana: Petrol d.d.
221. Petrol d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Petrol d.d.* Ljubljana: Petrol d.d.
222. Petrol d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Petrol d.d.* Ljubljana: Petrol d.d.
223. Petrol d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Petrol d.d.* Ljubljana: Petrol d.d.
224. Petrol d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Petrol d.d.* Ljubljana: Petrol d.d.
225. Pivovarna Laško d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d.* Laško: Pivovarna Laško d.d.
226. Pivovarna Laško d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d.* Laško: Pivovarna Laško d.d.
227. Pivovarna Laško d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d.* Laško: Pivovarna Laško d.d.
228. Pivovarna Laško d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d.* Laško: Pivovarna Laško d.d.
229. Pivovarna Laško d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d.* Laško: Pivovarna Laško d.d.
230. Pivovarna Laško d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d.* Laško: Pivovarna Laško d.d.
231. Pivovarna Laško d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d.* Laško: Pivovarna Laško d.d.
232. Pivovarna Laško d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d.* Laško: Pivovarna Laško d.d.
233. Pivovarna Laško d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d.* Laško: Pivovarna Laško d.d.
234. Plama-pur d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Plama-pur d.d.* Podgrad: Plama-pur d.d.
235. Plama-pur d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Plama-pur d.d.* Podgrad: Plama-pur d.d.
236. Plama-pur d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Plama-pur d.d.* Podgrad: Plama-pur d.d.
237. Plama-pur d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Plama-pur d.d.* Podgrad: Plama-pur d.d.
238. Plama-pur d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Plama-pur d.d.* Podgrad: Plama-pur d.d.
239. Plama-pur d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Plama-pur d.d.* Podgrad: Plama-pur d.d.
240. Plama-pur d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Plama-pur d.d.* Podgrad: Plama-pur d.d.

241. Plama-pur d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Plama-pur d.d.* Podgrad: Plama-pur d.d.
242. Plama-pur d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Plama-pur d.d.* Podgrad: Plama-pur d.d.
243. Pozavarovalnica Sava d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Pozavarovalnica Sava d.d.* Ljubljana: Pozavarovalnica Sava d.d.
244. Pozavarovalnica Sava d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Pozavarovalnica Sava d.d.* Ljubljana: Pozavarovalnica Sava d.d.
245. Pozavarovalnica Sava d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Pozavarovalnica Sava d.d.* Ljubljana: Pozavarovalnica Sava d.d.
246. Pozavarovalnica Sava d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Pozavarovalnica Sava d.d.* Ljubljana: Pozavarovalnica Sava d.d.
247. Pozavarovalnica Sava d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Pozavarovalnica Sava d.d.* Ljubljana: Pozavarovalnica Sava d.d.
248. Pozavarovalnica Sava d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Pozavarovalnica Sava d.d.* Ljubljana: Pozavarovalnica Sava d.d.
249. Pozavarovalnica Sava d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Pozavarovalnica Sava d.d.* Ljubljana: Pozavarovalnica Sava d.d.
250. Pozavarovalnica Sava d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Pozavarovalnica Sava d.d.* Ljubljana: Pozavarovalnica Sava d.d.
251. Pozavarovalnica Sava d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Pozavarovalnica Sava d.d.* Ljubljana: Pozavarovalnica Sava d.d.
252. Prašnikar, J., & Cirman, A. (2008). *Globalna finančna kriza in eko strategije podjetij: Dopolnjevanje ali nasprotovanje.* Ljubljana: Časnik Finance.
253. Rozman, T. (2013). *Dividendna politika zavarovalnic* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
254. Saadi, S., & Dutta, S. (2009). Taxes and Clientele Effects. V H.K. Baker (ur.), *Dividends and Dividend Policy* [e-knjiga]. Hoboken: John Wiley & Sons.
255. Salus d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Salus d.d.* Ljubljana: Salus d.d.
256. Salus d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Salus d.d.* Ljubljana: Salus d.d.
257. Salus d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Salus d.d.* Ljubljana: Salus d.d.
258. Salus d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Salus d.d.* Ljubljana: Salus d.d.
259. Salus d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Salus d.d.* Ljubljana: Salus d.d.
260. Salus d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Salus d.d.* Ljubljana: Salus d.d.
261. Salus d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Salus d.d.* Ljubljana: Salus d.d.
262. Salus d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Salus d.d.* Ljubljana: Salus d.d.
263. Salus d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Salus d.d.* Ljubljana: Salus d.d.
264. Sava d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Sava d.d.* Ljubljana: Sava d.d.
265. Sava d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Sava d.d.* Ljubljana: Sava d.d.
266. Sava d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Sava d.d.* Ljubljana: Sava d.d.
267. Sava d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Sava d.d.* Ljubljana: Sava d.d.

268. Sava d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Sava d.d.* Ljubljana: Sava d.d.
269. Sava d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Sava d.d.* Ljubljana: Sava d.d.
270. Sava d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Sava d.d.* Ljubljana: Sava d.d.
271. Sava d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Sava d.d.* Ljubljana: Sava d.d.
272. Sava d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Sava d.d.* Ljubljana: Sava d.d.
273. SEOnet. (b.l.) V *SEOnet – Ljubljanska borza*. Najdeno 15. marca 2016 na spletnem naslovu <http://seonet.ljse.si/>
274. Shefrin, H. (2009). Behavioral Explanations of Dividends. V H.K. Baker (ur.), *Dividends and Dividend Policy* [e-knjiga]. Hoboken: John Wiley & Sons.
275. Simoneti, M. (2010). Razvojne priložnosti trga kapitala v Sloveniji po finančni krizi. V M. Simoneti (ur.), *Razvojne priložnosti trga kapitala v Sloveniji po finančni krizi* (str. 1–18). Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja. Simoneti, M. (2010). Razvojne priložnosti trga kapitala v Sloveniji po finančni krizi. Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja.
276. Sivent d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Sivent d.d.* Ljubljana: Sivent d.d.
277. Sivent d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Sivent d.d.* Ljubljana: Sivent d.d.
278. Sivent d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Sivent d.d.* Ljubljana: Sivent d.d.
279. Sivent d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Sivent d.d.* Ljubljana: Sivent d.d.
280. Sivent d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Sivent d.d.* Ljubljana: Sivent d.d.
281. Sivent d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Sivent d.d.* Ljubljana: Sivent d.d.
282. Sivent d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Sivent d.d.* Ljubljana: Sivent d.d.
283. Sivent d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Sivent d.d.* Ljubljana: Sivent d.d.
284. Sivent d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Sivent d.d.* Ljubljana: Sivent d.d.
285. Skupina Prva d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Skupina Prva d.d.* Ljubljana: Skupina Prva d.d.
286. Skupina Prva d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Skupina Prva d.d.* Ljubljana: Skupina Prva d.d.
287. Skupina Prva d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Skupina Prva d.d.* Ljubljana: Skupina Prva d.d.
288. Skupina Prva d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Skupina Prva d.d.* Ljubljana: Skupina Prva d.d.
289. Skupina Prva d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Skupina Prva d.d.* Ljubljana: Skupina Prva d.d.
290. Skupina Prva d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Skupina Prva d.d.* Ljubljana: Skupina Prva d.d.
291. Skupina Prva d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Skupina Prva d.d.* Ljubljana: Skupina Prva d.d.
292. Skupina Prva d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Skupina Prva d.d.* Ljubljana: Skupina Prva d.d.
293. Skupina Prva d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Skupina Prva d.d.* Ljubljana: Skupina Prva d.d.

294. Slapničar, S. (2004). Dividendna politika podjetij slovenskega borznega in prostega trga. *Revizor* 15(4-5), 40–62.
295. Smith, C.W., & Watts, R.L. (1992). The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics* 32(2), 263–292.
296. Smith, D.T. (2009). Residual Dividend Policy. V H.K. Baker (ur.), *Dividends and Dividend Policy* [e-knjiga]. Hoboken: John Wiley & Sons.
297. Statistični urad Republike Slovenije. (2015). *Nacionalni računi o gospodarski krizi v Sloveniji*. Ljubljana: Statistični urad Republike Slovenije.
298. Szyszka, A. (2010). Behavioral Anatomy of the Financial Crisis. *Journal of CENTRUM Cathedra*, 3(2), 121–135.
299. Štiblar, F. (b.l.) *Globalna Kriza in Slovenija*. Najdeno 17. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.pf.uni-lj.si/media/stiblar.kriza.in.slovenija.pdf>
300. Tekstina d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Tekstina d.d.* Ajdovščina: Tekstina d.d.
301. Tekstina d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Tekstina d.d.* Ajdovščina: Tekstina d.d.
302. Tekstina d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Tekstina d.d.* Ajdovščina: Tekstina d.d.
303. Tekstina d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Tekstina d.d.* Ajdovščina: Tekstina d.d.
304. Tekstina d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Tekstina d.d.* Ajdovščina: Tekstina d.d.
305. Tekstina d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Tekstina d.d.* Ajdovščina: Tekstina d.d.
306. Tekstina d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Tekstina d.d.* Ajdovščina: Tekstina d.d.
307. Tekstina d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Tekstina d.d.* Ajdovščina: Tekstina d.d.
308. Tekstina d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Tekstina d.d.* Ajdovščina: Tekstina d.d.
309. Telekom Slovenije d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije d.d.* Ljubljana: Telekom Slovenije d.d.
310. Telekom Slovenije d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije d.d.* Ljubljana: Telekom Slovenije d.d.
311. Telekom Slovenije d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije d.d.* Ljubljana: Telekom Slovenije d.d.
312. Telekom Slovenije d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije d.d.* Ljubljana: Telekom Slovenije d.d.
313. Telekom Slovenije d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije d.d.* Ljubljana: Telekom Slovenije d.d.
314. Telekom Slovenije d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije d.d.* Ljubljana: Telekom Slovenije d.d.
315. Telekom Slovenije d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije d.d.* Ljubljana: Telekom Slovenije d.d.
316. Telekom Slovenije d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije d.d.* Ljubljana: Telekom Slovenije d.d.
317. Telekom Slovenije d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije d.d.* Ljubljana: Telekom Slovenije d.d.

318. Terme Čatež d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Terme Čatež d.d.* Brežice: Terme Čatež d.d.
319. Terme Čatež d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Terme Čatež d.d.* Brežice: Terme Čatež d.d.
320. Terme Čatež d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Terme Čatež d.d.* Brežice: Terme Čatež d.d.
321. Terme Čatež d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Terme Čatež d.d.* Brežice: Terme Čatež d.d.
322. Terme Čatež d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Terme Čatež d.d.* Brežice: Terme Čatež d.d.
323. Terme Čatež d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Terme Čatež d.d.* Brežice: Terme Čatež d.d.
324. Terme Čatež d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Terme Čatež d.d.* Brežice: Terme Čatež d.d.
325. Terme Čatež d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Terme Čatež d.d.* Brežice: Terme Čatež d.d.
326. Terme Čatež d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Terme Čatež d.d.* Brežice: Terme Čatež d.d.
327. Terme Dobrna d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d.* Dobrna: Terme Dobrna d.d.
328. Terme Dobrna d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d.* Dobrna: Terme Dobrna d.d.
329. Terme Dobrna d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d.* Dobrna: Terme Dobrna d.d.
330. Terme Dobrna d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d.* Dobrna: Terme Dobrna d.d.
331. Terme Dobrna d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d.* Dobrna: Terme Dobrna d.d.
332. Terme Dobrna d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d.* Dobrna: Terme Dobrna d.d.
333. Terme Dobrna d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d.* Dobrna: Terme Dobrna d.d.
334. Terme Dobrna d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d.* Dobrna: Terme Dobrna d.d.
335. Terme Dobrna d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d.* Dobrna: Terme Dobrna d.d.
336. Union Hoteli d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Union Hoteli d.d.* Ljubljana: Union Hoteli d.d.
337. Union Hoteli d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Union Hoteli d.d.* Ljubljana: Union Hoteli d.d.

338. Union Hoteli d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Union Hoteli d.d.* Ljubljana: Union Hoteli d.d.
339. Union Hoteli d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Union Hoteli d.d.* Ljubljana: Union Hoteli d.d.
340. Union Hoteli d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Union Hoteli d.d.* Ljubljana: Union Hoteli d.d.
341. Union Hoteli d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Union Hoteli d.d.* Ljubljana: Union Hoteli d.d.
342. Union Hoteli d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Union Hoteli d.d.* Ljubljana: Union Hoteli d.d.
343. Union Hoteli d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Union Hoteli d.d.* Ljubljana: Union Hoteli d.d.
344. Union Hoteli d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Union Hoteli d.d.* Ljubljana: Union Hoteli d.d.
345. Unior d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Unior d.d.* Zreče: Unior d.d.
346. Unior d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Unior d.d.* Zreče: Unior d.d.
347. Unior d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Unior d.d.* Zreče: Unior d.d.
348. Unior d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Unior d.d.* Zreče: Unior d.d.
349. Unior d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Unior d.d.* Zreče: Unior d.d.
350. Unior d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Unior d.d.* Zreče: Unior d.d.
351. Unior d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Unior d.d.* Zreče: Unior d.d.
352. Unior d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Unior d.d.* Zreče: Unior d.d.
353. Unior d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Unior d.d.* Zreče: Unior d.d.
354. Von Eije, J.H., & Meggison, W.L. (2008). Dividend Policy and Share Repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics* 89(2), 347–374.
355. Zakon o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov (ZDDOIFI). *Uradni list RS* št. 65/08 in 40/12 – ZUJF.
356. Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (ZDDPO-2). *Uradni list RS* št. 117/2016, 56/08, 76/08, 5/09, 96/09, 110/09 – ZDavP-2B, 43/10, 59/11, 24/12, 30/12, 94/12, 81/13, 50/14, 23/15 in 82/15.
357. Zakon o dohodnini (ZDoh-2). *Uradni list RS* št. 117/2016, 9/12 – odl. US, 24/12, 30/12, 40/12 – ZUJF, 75/12, 94/12, 52/13 – odl. US, 96/13, 29/14 – odl. US, 50/14, 23/15 in 55/15.
358. Zavarovalnica Triglav d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Zavarovalnica Triglav d.d.* Ljubljana: Zavarovalnica Triglav d.d.
359. Zavarovalnica Triglav d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Zavarovalnica Triglav d.d.* Ljubljana: Zavarovalnica Triglav d.d.
360. Zavarovalnica Triglav d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Zavarovalnica Triglav d.d.* Ljubljana: Zavarovalnica Triglav d.d.
361. Zavarovalnica Triglav d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Zavarovalnica Triglav d.d.* Ljubljana: Zavarovalnica Triglav d.d.

362. Zavarovalnica Triglav d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Zavarovalnica Triglav d.d.* Ljubljana: Zavarovalnica Triglav d.d.
363. Zavarovalnica Triglav d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Zavarovalnica Triglav d.d.* Ljubljana: Zavarovalnica Triglav d.d.
364. Zavarovalnica Triglav d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Zavarovalnica Triglav d.d.* Ljubljana: Zavarovalnica Triglav d.d.
365. Zavarovalnica Triglav d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Zavarovalnica Triglav d.d.* Ljubljana: Zavarovalnica Triglav d.d.
366. Zavarovalnica Triglav d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Zavarovalnica Triglav d.d.* Ljubljana: Zavarovalnica Triglav d.d.
367. Zdravilišče Rogaška d.d. (2006). *Letno poročilo podjetja Zdravilišče Rogaška d.d.* Rogaška Slatina: Zdravilišče Rogaška d.d.
368. Zdravilišče Rogaška d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Zdravilišče Rogaška d.d.* Rogaška Slatina: Zdravilišče Rogaška d.d.
369. Zdravilišče Rogaška d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Zdravilišče Rogaška d.d.* Rogaška Slatina: Zdravilišče Rogaška d.d.
370. Zdravilišče Rogaška d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Zdravilišče Rogaška d.d.* Rogaška Slatina: Zdravilišče Rogaška d.d.
371. Zdravilišče Rogaška d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Zdravilišče Rogaška d.d.* Rogaška Slatina: Zdravilišče Rogaška d.d.
372. Zdravilišče Rogaška d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Zdravilišče Rogaška d.d.* Rogaška Slatina: Zdravilišče Rogaška d.d.
373. Zdravilišče Rogaška d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Zdravilišče Rogaška d.d.* Rogaška Slatina: Zdravilišče Rogaška d.d.
374. Zdravilišče Rogaška d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Zdravilišče Rogaška d.d.* Rogaška Slatina: Zdravilišče Rogaška d.d.
375. Zdravilišče Rogaška d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Zdravilišče Rogaška d.d.* Rogaška Slatina: Zdravilišče Rogaška d.d.
376. Zorc, M. (2013). Gospodarska kriza v Sloveniji in ukrepi za izhod iz nje. *Zbornik 10. festivala raziskovanja ekonomije in managementa* (str. 125–134). Koper: Univerza na Primorskem, Fakulteta za management.
377. Zugwitz, T. (2003). *Politika dividend v Sloveniji* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Terminološki slovar	1
Priloga 2: Seznam uporabljenih letnih poročil za analizo	1
Priloga 3: Tabele in slike deskriptivne statistike.....	13

Priloga 1: Terminološki slovar

adverse selection – škodljiva izbira
catering theory of dividends – dividendna teorija zadovoljevanja investorjev
cluster effect – efekt kopičenja (grozdenja)
ex-dividend day – zadnji dan nakupa dividende
hedonic editing – hedonsko urejanje
holder-of-record day – dan registriranih lastnikov
mental accounting – miselno računovodstvo
moral hazard – moralni hazard
pooled regression – združena regresija
reverse stock split – združitev delnic
stock dividends – dividendne delnice
transferable put-rights option – prenosljiva prodajna opcija

Priloga 2: Seznam uporabljenih letnih poročil za analizo

1. AG d.d. (2006). Letno poročilo podjetja AG d.d. Ljubljana: AG d.d.
2. AG d.d. (2007). Letno poročilo podjetja AG d.d. Ljubljana: AG d.d.
3. AG d.d. (2008). Letno poročilo podjetja AG d.d. Ljubljana: AG d.d.
4. AG d.d. (2009). Letno poročilo podjetja AG d.d. Ljubljana: AG d.d.
5. AG d.d. (2010). Letno poročilo podjetja AG d.d. Ljubljana: AG d.d.
6. AG d.d. (2011). Letno poročilo podjetja AG d.d. Ljubljana: AG d.d.
7. AG d.d. (2012). Letno poročilo podjetja AG d.d. Ljubljana: AG d.d.
8. AG d.d. (2013). Letno poročilo podjetja AG d.d. Ljubljana: AG d.d.
9. AG d.d. (2014). Letno poročilo podjetja AG d.d. Ljubljana: AG d.d.
10. Cetus d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Cetus d.d. Celje: Cetus d.d.
11. Cetus d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Cetus d.d. Celje: Cetus d.d.
12. Cetus d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Cetus d.d. Celje: Cetus d.d.
13. Cetus d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Cetus d.d. Celje: Cetus d.d.
14. Cetus d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Cetus d.d. Celje: Cetus d.d.
15. Cetus d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Cetus d.d. Celje: Cetus d.d.
16. Cetus d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Cetus d.d. Celje: Cetus d.d.
17. Cetus d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Cetus d.d. Celje: Cetus d.d.
18. Cetus d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Cetus d.d. Celje: Cetus d.d.
19. Cinkarna Celje d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje d.d. Celje: Cinkarna Celje d.d.
20. Cinkarna Celje d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje d.d. Celje: Cinkarna Celje d.d.

21. Cinkarna Celje d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Cinakarna Celje d.d. Celje: Cinkarna Celje d.d.
22. Cinkarna Celje d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Cinakarna Celje d.d. Celje: Cinkarna Celje d.d.
23. Cinkarna Celje d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Cinakarna Celje d.d. Celje: Cinkarna Celje d.d.
24. Cinkarna Celje d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Cinakarna Celje d.d. Celje: Cinkarna Celje d.d.
25. Cinkarna Celje d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Cinakarna Celje d.d. Celje: Cinkarna Celje d.d.
26. Cinkarna Celje d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Cinakarna Celje d.d. Celje: Cinkarna Celje d.d.
27. Cinkarna Celje d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Cinakarna Celje d.d. Celje: Cinkarna Celje d.d.
28. Datalab Tehnologije d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Datalab Tehnologije d.d. Ljubljana: Datalab Tehnologije d.d.
29. Datalab Tehnologije d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Datalab Tehnologije d.d. Ljubljana: Datalab Tehnologije d.d.
30. Datalab Tehnologije d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Datalab Tehnologije d.d. Ljubljana: Datalab Tehnologije d.d.
31. Datalab Tehnologije d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Datalab Tehnologije d.d. Ljubljana: Datalab Tehnologije d.d.
32. Datalab Tehnologije d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Datalab Tehnologije d.d. Ljubljana: Datalab Tehnologije d.d.
33. Datalab Tehnologije d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Datalab Tehnologije d.d. Ljubljana: Datalab Tehnologije d.d.
34. Datalab Tehnologije d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Datalab Tehnologije d.d. Ljubljana: Datalab Tehnologije d.d.
35. Delo Prodaja d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Delo prodaja d.d. Ljubljana: Delo prodaja d.d.
36. Delo Prodaja d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Delo prodaja d.d. Ljubljana: Delo prodaja d.d.
37. Delo Prodaja d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Delo prodaja d.d. Ljubljana: Delo prodaja d.d.
38. Delo Prodaja d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Delo prodaja d.d. Ljubljana: Delo prodaja d.d.
39. Delo Prodaja d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Delo prodaja d.d. Ljubljana: Delo prodaja d.d.
40. Delo Prodaja d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Delo prodaja d.d. Ljubljana: Delo prodaja d.d.

41. Delo Prodaja d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Delo prodaja d.d. Ljubljana: Delo prodaja d.d.
42. Delo Prodaja d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Delo prodaja d.d. Ljubljana: Delo prodaja d.d.
43. Delo Prodaja d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Delo prodaja d.d. Ljubljana: Delo prodaja d.d.
44. Gea d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Gea d.d. Slovenska Bistrica: Gea d.d.
45. Gea d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Gea d.d. Slovenska Bistrica: Gea d.d.
46. Gea d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Gea d.d. Slovenska Bistrica: Gea d.d.
47. Gea d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Gea d.d. Slovenska Bistrica: Gea d.d.
48. Gea d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Gea d.d. Slovenska Bistrica: Gea d.d.
49. Gea d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Gea d.d. Slovenska Bistrica: Gea d.d.
50. Gea d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Gea d.d. Slovenska Bistrica: Gea d.d.
51. Gea d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Gea d.d. Slovenska Bistrica: Gea d.d.
52. Gea d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Gea d.d. Slovenska Bistrica: Gea d.d.
53. Gorenje d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. Velenje: Gorenje d.d.
54. Gorenje d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. Velenje: Gorenje d.d.
55. Gorenje d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. Velenje: Gorenje d.d.
56. Gorenje d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. Velenje: Gorenje d.d.
57. Gorenje d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. Velenje: Gorenje d.d.
58. Gorenje d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. Velenje: Gorenje d.d.
59. Gorenje d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. Velenje: Gorenje d.d.
60. Gorenje d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. Velenje: Gorenje d.d.
61. Gorenje d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Gorenje d.d. Velenje: Gorenje d.d.
62. Inles d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Inles d.d. Ribnica: Inles d.d.
63. Inles d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Inles d.d. Ribnica: Inles d.d.
64. Inles d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Inles d.d. Ribnica: Inles d.d.
65. Inles d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Inles d.d. Ribnica: Inles d.d.
66. Inles d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Inles d.d. Ribnica: Inles d.d.
67. Inles d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Inles d.d. Ribnica: Inles d.d.
68. Inles d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Inles d.d. Ribnica: Inles d.d.
69. Inles d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Inles d.d. Ribnica: Inles d.d.
70. Inles d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Inles d.d. Ribnica: Inles d.d.
71. Intereuropa d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d. Koper: Intereuropa d.d.
72. Intereuropa d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d. Koper: Intereuropa d.d.
73. Intereuropa d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d. Koper: Intereuropa d.d.
74. Intereuropa d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d. Koper: Intereuropa d.d.

75. Intereuropa d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d. Koper: Intereuropa d.d.
76. Intereuropa d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d. Koper: Intereuropa d.d.
77. Intereuropa d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d. Koper: Intereuropa d.d.
78. Intereuropa d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d. Koper: Intereuropa d.d.
79. Intereuropa d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Intereuropa d.d. Koper: Intereuropa d.d.
80. Intertrade ITA d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Intertrade ITA d.d. Ljubljana: Intertrade ITA d.d.
81. Intertrade ITA d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Intertrade ITA d.d. Ljubljana: Intertrade ITA d.d.
82. Intertrade ITA d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Intertrade ITA d.d. Ljubljana: Intertrade ITA d.d.
83. Intertrade ITA d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Intertrade ITA d.d. Ljubljana: Intertrade ITA d.d.
84. Intertrade ITA d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Intertrade ITA d.d. Ljubljana: Intertrade ITA d.d.
85. Intertrade ITA d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Intertrade ITA d.d. Ljubljana: Intertrade ITA d.d.
86. Intertrade ITA d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Intertrade ITA d.d. Ljubljana: Intertrade ITA d.d.
87. Intertrade ITA d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Intertrade ITA d.d. Ljubljana: Intertrade ITA d.d.
88. Intertrade ITA d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Intertrade ITA d.d. Ljubljana: Intertrade ITA d.d.
89. Istrabenz d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Istrabenz d.d. Koper: Istrabenz d.d.
90. Istrabenz d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Istrabenz d.d. Koper: Istrabenz d.d.
91. Istrabenz d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Istrabenz d.d. Koper: Istrabenz d.d.
92. Istrabenz d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Istrabenz d.d. Koper: Istrabenz d.d.
93. Istrabenz d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Istrabenz d.d. Koper: Istrabenz d.d.
94. Istrabenz d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Istrabenz d.d. Koper: Istrabenz d.d.
95. Istrabenz d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Istrabenz d.d. Koper: Istrabenz d.d.
96. Istrabenz d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Istrabenz d.d. Koper: Istrabenz d.d.
97. Istrabenz d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Istrabenz d.d. Koper: Istrabenz d.d.
98. Kompas MTS d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d. Ljubljana: Kompas MTS d.d.
99. Kompas MTS d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d. Ljubljana: Kompas MTS d.d.

100. Kompas MTS d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d. Ljubljana: Kompas MTS d.d.
101. Kompas MTS d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d. Ljubljana: Kompas MTS d.d.
102. Kompas MTS d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d. Ljubljana: Kompas MTS d.d.
103. Kompas MTS d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d. Ljubljana: Kompas MTS d.d.
104. Kompas MTS d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d. Ljubljana: Kompas MTS d.d.
105. Kompas MTS d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d. Ljubljana: Kompas MTS d.d.
106. Kompas MTS d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Kompas MTS d.d. Ljubljana: Kompas MTS d.d.
107. Krka d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Krka d.d. Novo mesto: Krka d.d.
108. Krka d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Krka d.d. Novo mesto: Krka d.d.
109. Krka d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Krka d.d. Novo mesto: Krka d.d.
110. Krka d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Krka d.d. Novo mesto: Krka d.d.
111. Krka d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Krka d.d. Novo mesto: Krka d.d.
112. Krka d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Krka d.d. Novo mesto: Krka d.d.
113. Krka d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Krka d.d. Novo mesto: Krka d.d.
114. Krka d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Krka d.d. Novo mesto: Krka d.d.
115. Krka d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Krka d.d. Novo mesto: Krka d.d.
116. Luka Koper d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Luka koper d.d. Koper: Luka Koper d.d.
117. Luka Koper d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Luka koper d.d. Koper: Luka Koper d.d.
118. Luka Koper d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Luka koper d.d. Koper: Luka Koper d.d.
119. Luka Koper d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Luka koper d.d. Koper: Luka Koper d.d.
120. Luka Koper d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Luka koper d.d. Koper: Luka Koper d.d.
121. Luka Koper d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Luka koper d.d. Koper: Luka Koper d.d.
122. Luka Koper d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Luka koper d.d. Koper: Luka Koper d.d.
123. Luka Koper d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Luka koper d.d. Koper: Luka Koper d.d.
124. Luka Koper d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Luka koper d.d. Koper: Luka Koper d.d.

125. Melamin d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Melamin d.d. Kočevje: Melamin d.d.
126. Melamin d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Melamin d.d. Kočevje: Melamin d.d.
127. Melamin d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Melamin d.d. Kočevje: Melamin d.d.
128. Melamin d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Melamin d.d. Kočevje: Melamin d.d.
129. Melamin d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Melamin d.d. Kočevje: Melamin d.d.
130. Melamin d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Melamin d.d. Kočevje: Melamin d.d.
131. Melamin d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Melamin d.d. Kočevje: Melamin d.d.
132. Melamin d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Melamin d.d. Kočevje: Melamin d.d.
133. Melamin d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Melamin d.d. Kočevje: Melamin d.d.
134. Mercator d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Mercator d.d. Ljubljana: Mercator d.d.
135. Mercator d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Mercator d.d. Ljubljana: Mercator d.d.
136. Mercator d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Mercator d.d. Ljubljana: Mercator d.d.
137. Mercator d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Mercator d.d. Ljubljana: Mercator d.d.
138. Mercator d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Mercator d.d. Ljubljana: Mercator d.d.
139. Mercator d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Mercator d.d. Ljubljana: Mercator d.d.
140. Mercator d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Mercator d.d. Ljubljana: Mercator d.d.
141. Mercator d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Mercator d.d. Ljubljana: Mercator d.d.
142. Mercator d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Mercator d.d. Ljubljana: Mercator d.d.
143. Mlinotest d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d. Ajdovščina: Mlinotest d.d.
144. Mlinotest d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d. Ajdovščina: Mlinotest d.d.
145. Mlinotest d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d. Ajdovščina: Mlinotest d.d.
146. Mlinotest d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d. Ajdovščina: Mlinotest d.d.
147. Mlinotest d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d. Ajdovščina: Mlinotest d.d.
148. Mlinotest d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d. Ajdovščina: Mlinotest d.d.
149. Mlinotest d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d. Ajdovščina: Mlinotest d.d.
150. Mlinotest d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d. Ajdovščina: Mlinotest d.d.
151. Mlinotest d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Mlinotest d.d. Ajdovščina: Mlinotest d.d.
152. Nama d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Nama d.d. Ljubljana: Nama d.d.
153. Nama d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Nama d.d. Ljubljana: Nama d.d.
154. Nama d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Nama d.d. Ljubljana: Nama d.d.
155. Nama d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Nama d.d. Ljubljana: Nama d.d.
156. Nama d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Nama d.d. Ljubljana: Nama d.d.

157. Nama d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Nama d.d. Ljubljana: Nama d.d.
158. Nama d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Nama d.d. Ljubljana: Nama d.d.
159. Nama d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Nama d.d. Ljubljana: Nama d.d.
160. Nama d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Nama d.d. Ljubljana: Nama d.d.
161. Petrol d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Petrol d.d. Ljubljana: Petrol d.d.
162. Petrol d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Petrol d.d. Ljubljana: Petrol d.d.
163. Petrol d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Petrol d.d. Ljubljana: Petrol d.d.
164. Petrol d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Petrol d.d. Ljubljana: Petrol d.d.
165. Petrol d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Petrol d.d. Ljubljana: Petrol d.d.
166. Petrol d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Petrol d.d. Ljubljana: Petrol d.d.
167. Petrol d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Petrol d.d. Ljubljana: Petrol d.d.
168. Petrol d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Petrol d.d. Ljubljana: Petrol d.d.
169. Petrol d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Petrol d.d. Ljubljana: Petrol d.d.
170. Pivovarna Laško d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. Laško: Pivovarna Laško d.d.
171. Pivovarna Laško d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. Laško: Pivovarna Laško d.d.
172. Pivovarna Laško d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. Laško: Pivovarna Laško d.d.
173. Pivovarna Laško d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. Laško: Pivovarna Laško d.d.
174. Pivovarna Laško d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. Laško: Pivovarna Laško d.d.
175. Pivovarna Laško d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. Laško: Pivovarna Laško d.d.
176. Pivovarna Laško d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. Laško: Pivovarna Laško d.d.
177. Pivovarna Laško d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. Laško: Pivovarna Laško d.d.
178. Pivovarna Laško d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško d.d. Laško: Pivovarna Laško d.d.
179. Plama-pur d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Plama-pur d.d. Podgrad: Plama-pur d.d.
180. Plama-pur d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Plama-pur d.d. Podgrad: Plama-pur d.d.
181. Plama-pur d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Plama-pur d.d. Podgrad: Plama-pur d.d.
182. Plama-pur d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Plama-pur d.d. Podgrad: Plama-pur d.d.
183. Plama-pur d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Plama-pur d.d. Podgrad: Plama-pur d.d.

184. Plama-pur d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Plama-pur d.d. Podgrad: Plama-pur d.d.
185. Plama-pur d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Plama-pur d.d. Podgrad: Plama-pur d.d.
186. Plama-pur d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Plama-pur d.d. Podgrad: Plama-pur d.d.
187. Plama-pur d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Plama-pur d.d. Podgrad: Plama-pur d.d.
188. Pozavarovalnica Sava d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Pozavarovalnica Sava d.d. Ljubljana: Pozavarovalnica Sava d.d.
189. Pozavarovalnica Sava d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Pozavarovalnica Sava d.d. Ljubljana: Pozavarovalnica Sava d.d.
190. Pozavarovalnica Sava d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Pozavarovalnica Sava d.d. Ljubljana: Pozavarovalnica Sava d.d.
191. Pozavarovalnica Sava d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Pozavarovalnica Sava d.d. Ljubljana: Pozavarovalnica Sava d.d.
192. Pozavarovalnica Sava d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Pozavarovalnica Sava d.d. Ljubljana: Pozavarovalnica Sava d.d.
193. Pozavarovalnica Sava d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Pozavarovalnica Sava d.d. Ljubljana: Pozavarovalnica Sava d.d.
194. Pozavarovalnica Sava d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Pozavarovalnica Sava d.d. Ljubljana: Pozavarovalnica Sava d.d.
195. Pozavarovalnica Sava d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Pozavarovalnica Sava d.d. Ljubljana: Pozavarovalnica Sava d.d.
196. Pozavarovalnica Sava d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Pozavarovalnica Sava d.d. Ljubljana: Pozavarovalnica Sava d.d.
197. Salus d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Salus d.d. Ljubljana: Salus d.d.
198. Salus d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Salus d.d. Ljubljana: Salus d.d.
199. Salus d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Salus d.d. Ljubljana: Salus d.d.
200. Salus d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Salus d.d. Ljubljana: Salus d.d.
201. Salus d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Salus d.d. Ljubljana: Salus d.d.
202. Salus d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Salus d.d. Ljubljana: Salus d.d.
203. Salus d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Salus d.d. Ljubljana: Salus d.d.
204. Salus d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Salus d.d. Ljubljana: Salus d.d.
205. Salus d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Salus d.d. Ljubljana: Salus d.d.
206. Sava d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Sava d.d. Ljubljana: Sava d.d.
207. Sava d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Sava d.d. Ljubljana: Sava d.d.
208. Sava d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Sava d.d. Ljubljana: Sava d.d.
209. Sava d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Sava d.d. Ljubljana: Sava d.d.
210. Sava d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Sava d.d. Ljubljana: Sava d.d.
211. Sava d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Sava d.d. Ljubljana: Sava d.d.

212. Sava d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Sava d.d. Ljubljana: Sava d.d.
213. Sava d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Sava d.d. Ljubljana: Sava d.d.
214. Sava d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Sava d.d. Ljubljana: Sava d.d.
215. Sivent d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Sivent d.d. Ljubljana: Sivent d.d.
216. Sivent d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Sivent d.d. Ljubljana: Sivent d.d.
217. Sivent d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Sivent d.d. Ljubljana: Sivent d.d.
218. Sivent d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Sivent d.d. Ljubljana: Sivent d.d.
219. Sivent d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Sivent d.d. Ljubljana: Sivent d.d.
220. Sivent d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Sivent d.d. Ljubljana: Sivent d.d.
221. Sivent d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Sivent d.d. Ljubljana: Sivent d.d.
222. Sivent d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Sivent d.d. Ljubljana: Sivent d.d.
223. Sivent d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Sivent d.d. Ljubljana: Sivent d.d.
224. Skupina Prva d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Skupina Prva d.d. Ljubljana: Skupina Prva d.d.
225. Skupina Prva d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Skupina Prva d.d. Ljubljana: Skupina Prva d.d.
226. Skupina Prva d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Skupina Prva d.d. Ljubljana: Skupina Prva d.d.
227. Skupina Prva d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Skupina Prva d.d. Ljubljana: Skupina Prva d.d.
228. Skupina Prva d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Skupina Prva d.d. Ljubljana: Skupina Prva d.d.
229. Skupina Prva d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Skupina Prva d.d. Ljubljana: Skupina Prva d.d.
230. Skupina Prva d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Skupina Prva d.d. Ljubljana: Skupina Prva d.d.
231. Skupina Prva d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Skupina Prva d.d. Ljubljana: Skupina Prva d.d.
232. Skupina Prva d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Skupina Prva d.d. Ljubljana: Skupina Prva d.d.
233. Tekstina d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Tekstina d.d. Ajdovščina: Tekstina d.d.
234. Tekstina d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Tekstina d.d. Ajdovščina: Tekstina d.d.
235. Tekstina d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Tekstina d.d. Ajdovščina: Tekstina d.d.
236. Tekstina d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Tekstina d.d. Ajdovščina: Tekstina d.d.
237. Tekstina d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Tekstina d.d. Ajdovščina: Tekstina d.d.
238. Tekstina d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Tekstina d.d. Ajdovščina: Tekstina d.d.
239. Tekstina d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Tekstina d.d. Ajdovščina: Tekstina d.d.
240. Tekstina d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Tekstina d.d. Ajdovščina: Tekstina d.d.
241. Tekstina d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Tekstina d.d. Ajdovščina: Tekstina d.d.
242. Telekom Slovenije d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije d.d. Ljubljana: Telekom Slovenije d.d.

243. Telekom Slovenije d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije d.d. Ljubljana: Telekom Slovenije d.d.
244. Telekom Slovenije d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije d.d. Ljubljana: Telekom Slovenije d.d.
245. Telekom Slovenije d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije d.d. Ljubljana: Telekom Slovenije d.d.
246. Telekom Slovenije d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije d.d. Ljubljana: Telekom Slovenije d.d.
247. Telekom Slovenije d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije d.d. Ljubljana: Telekom Slovenije d.d.
248. Telekom Slovenije d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije d.d. Ljubljana: Telekom Slovenije d.d.
249. Telekom Slovenije d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije d.d. Ljubljana: Telekom Slovenije d.d.
250. Telekom Slovenije d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije d.d. Ljubljana: Telekom Slovenije d.d.
251. Terme Čatež d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Terme Čatež d.d. Brežice: Terme Čatež d.d.
252. Terme Čatež d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Terme Čatež d.d. Brežice: Terme Čatež d.d.
253. Terme Čatež d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Terme Čatež d.d. Brežice: Terme Čatež d.d.
254. Terme Čatež d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Terme Čatež d.d. Brežice: Terme Čatež d.d.
255. Terme Čatež d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Terme Čatež d.d. Brežice: Terme Čatež d.d.
256. Terme Čatež d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Terme Čatež d.d. Brežice: Terme Čatež d.d.
257. Terme Čatež d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Terme Čatež d.d. Brežice: Terme Čatež d.d.
258. Terme Čatež d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Terme Čatež d.d. Brežice: Terme Čatež d.d.
259. Terme Čatež d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Terme Čatež d.d. Brežice: Terme Čatež d.d.
260. Terme Dobrna d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d. Dobrna: Terme Dobrna d.d.
261. Terme Dobrna d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d. Dobrna: Terme Dobrna d.d.
262. Terme Dobrna d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d. Dobrna: Terme Dobrna d.d.

263. Terme Dobrna d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d. Dobrna: Terme Dobrna d.d.
264. Terme Dobrna d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d. Dobrna: Terme Dobrna d.d.
265. Terme Dobrna d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d. Dobrna: Terme Dobrna d.d.
266. Terme Dobrna d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d. Dobrna: Terme Dobrna d.d.
267. Terme Dobrna d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d. Dobrna: Terme Dobrna d.d.
268. Terme Dobrna d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Terme Dobrna d.d. Dobrna: Terme Dobrna d.d.
269. Union Hoteli d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Union Hoteli d.d. Ljubljana: Union Hoteli d.d.
270. Union Hoteli d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Union Hoteli d.d. Ljubljana: Union Hoteli d.d.
271. Union Hoteli d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Union Hoteli d.d. Ljubljana: Union Hoteli d.d.
272. Union Hoteli d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Union Hoteli d.d. Ljubljana: Union Hoteli d.d.
273. Union Hoteli d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Union Hoteli d.d. Ljubljana: Union Hoteli d.d.
274. Union Hoteli d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Union Hoteli d.d. Ljubljana: Union Hoteli d.d.
275. Union Hoteli d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Union Hoteli d.d. Ljubljana: Union Hoteli d.d.
276. Union Hoteli d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Union Hoteli d.d. Ljubljana: Union Hoteli d.d.
277. Union Hoteli d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Union Hoteli d.d. Ljubljana: Union Hoteli d.d.
278. Unior d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Unior d.d. Zreče: Unior d.d.
279. Unior d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Unior d.d. Zreče: Unior d.d.
280. Unior d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Unior d.d. Zreče: Unior d.d.
281. Unior d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Unior d.d. Zreče: Unior d.d.
282. Unior d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Unior d.d. Zreče: Unior d.d.
283. Unior d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Unior d.d. Zreče: Unior d.d.
284. Unior d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Unior d.d. Zreče: Unior d.d.
285. Unior d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Unior d.d. Zreče: Unior d.d.
286. Unior d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Unior d.d. Zreče: Unior d.d.
287. Zavarovalnica Triglav d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Zavarovalnica Triglav d.d. Ljubljana: Zavarovalnica Triglav d.d.

288. Zavarovalnica Triglav d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Zavarovalnica Triglav d.d. Ljubljana: Zavarovalnica Triglav d.d.
289. Zavarovalnica Triglav d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Zavarovalnica Triglav d.d. Ljubljana: Zavarovalnica Triglav d.d.
290. Zavarovalnica Triglav d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Zavarovalnica Triglav d.d. Ljubljana: Zavarovalnica Triglav d.d.
291. Zavarovalnica Triglav d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Zavarovalnica Triglav d.d. Ljubljana: Zavarovalnica Triglav d.d.
292. Zavarovalnica Triglav d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Zavarovalnica Triglav d.d. Ljubljana: Zavarovalnica Triglav d.d.
293. Zavarovalnica Triglav d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Zavarovalnica Triglav d.d. Ljubljana: Zavarovalnica Triglav d.d.
294. Zavarovalnica Triglav d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Zavarovalnica Triglav d.d. Ljubljana: Zavarovalnica Triglav d.d.
295. Zavarovalnica Triglav d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Zavarovalnica Triglav d.d. Ljubljana: Zavarovalnica Triglav d.d.
296. Zdravilišče Rogaška d.d. (2006). Letno poročilo podjetja Zdravilišče Rogaška d.d. Rogaška Slatina: Zdravilišče Rogaška d.d.
297. Zdravilišče Rogaška d.d. (2007). Letno poročilo podjetja Zdravilišče Rogaška d.d. Rogaška Slatina: Zdravilišče Rogaška d.d.
298. Zdravilišče Rogaška d.d. (2008). Letno poročilo podjetja Zdravilišče Rogaška d.d. Rogaška Slatina: Zdravilišče Rogaška d.d.
299. Zdravilišče Rogaška d.d. (2009). Letno poročilo podjetja Zdravilišče Rogaška d.d. Rogaška Slatina: Zdravilišče Rogaška d.d.
300. Zdravilišče Rogaška d.d. (2010). Letno poročilo podjetja Zdravilišče Rogaška d.d. Rogaška Slatina: Zdravilišče Rogaška d.d.
301. Zdravilišče Rogaška d.d. (2011). Letno poročilo podjetja Zdravilišče Rogaška d.d. Rogaška Slatina: Zdravilišče Rogaška d.d.
302. Zdravilišče Rogaška d.d. (2012). Letno poročilo podjetja Zdravilišče Rogaška d.d. Rogaška Slatina: Zdravilišče Rogaška d.d.
303. Zdravilišče Rogaška d.d. (2013). Letno poročilo podjetja Zdravilišče Rogaška d.d. Rogaška Slatina: Zdravilišče Rogaška d.d.
304. Zdravilišče Rogaška d.d. (2014). Letno poročilo podjetja Zdravilišče Rogaška d.d. Rogaška Slatina: Zdravilišče Rogaška d.d.

Priloga 3: Tabele in slike deskriptivne statistike

Slika 1: Frekvenčna porazdelitev spremenljivke tržna vrednost podjetja ter spremenljivke naravni logaritem tržne vrednosti podjetja

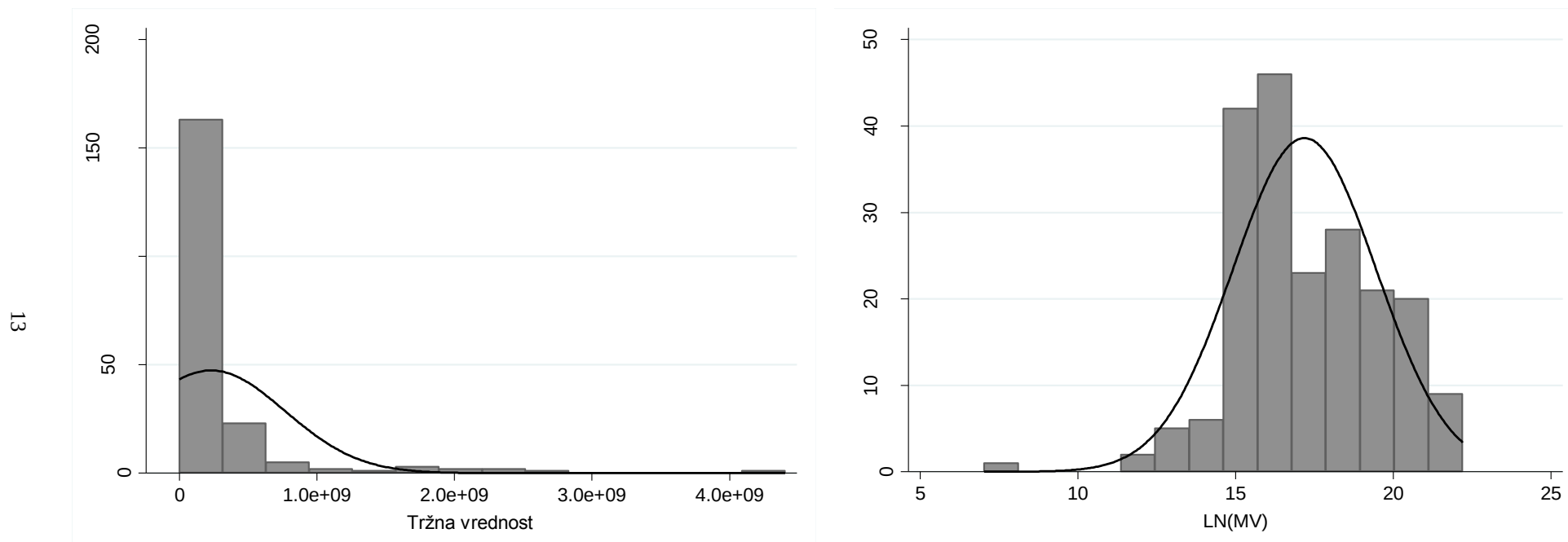
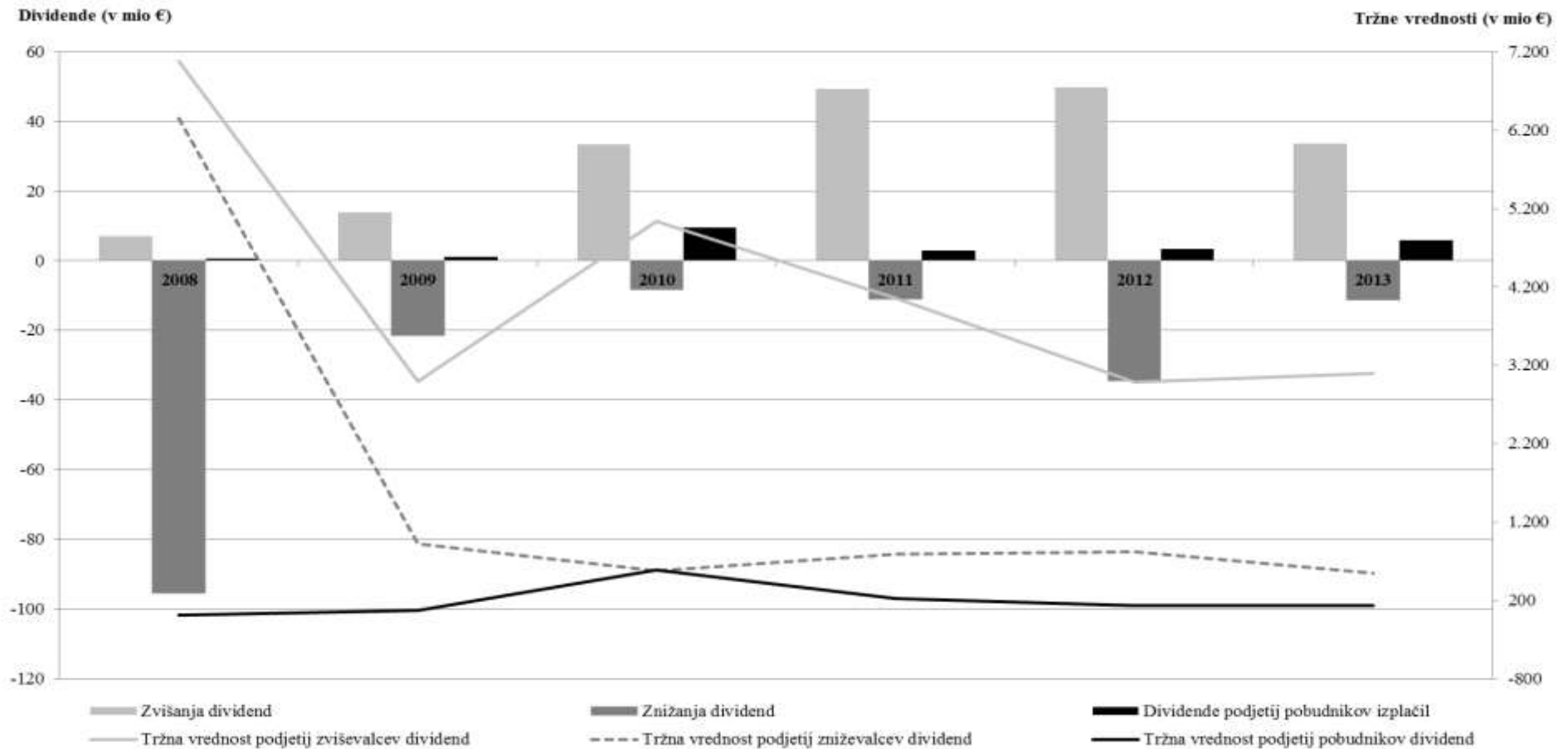


Tabela 1: Povprečje spremenljivk vzorca ter povprečja po letih v obdobju 2007–2013

Spremenljivka	Oznaka	Enota	Aritmetična sredina							
			2007-2013	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Zadržani dobički	RE _(t-1)	mio €	55,50	50,20	71,50	28,10	49,10	79,50	54,70	56,10
Kapital	TE _(t-1)	mio €	715,00	187,00	177,00	184,00	170,00	171,00	170,00	169,00
Sredstva	TA _(t-1)	mio €	413,00	360,00	387,00	451,00	426,00	428,00	420,00	411,00
Denar	CASH _(t-1)	mio €	4,11	1,74	1,89	1,86	4,09	6,66	4,50	7,20
Zadržani dobički v kapitalu	RE/TE _(t-1)	n.p.	0,235	0,227	0,303	0,180	0,215	0,250	0,229	0,246
Kapital v sredstvih	TE/TA _(t-1)	n.p.	0,526	0,591	0,533	0,519	0,528	0,519	0,496	0,503
Denar v sredstvih	CA/TA _(t-1)	n.p.	0,012	0,009	0,009	0,008	0,009	0,015	0,014	0,021
Donosnost sredstev	ROA _(t-1)	%	0,81	4,84	0,41	-0,46	0,75	0,88	-1,22	1,00
Rast prihodkov	SGR _(t-1)	%	-1,73	6,04	-9,55	3,81	0,63	-4,96	-6,96	-0,76
Tržna vrednost	MV _(t-1)	mio €	229,00	596,00	213,00	232,00	186,00	135,00	139,00	154,00
Dividende na delnico	DPS	€/delnico	2,53	3,35	2,76	2,47	2,24	2,73	2,31	2,00
Odložene dividende na delnico	DPS _(t-1)	€/delnico	2,52	2,28	3,35	2,48	2,39	2,24	2,64	2,31
Dividendna donosnost	DPS/PPS _(t-1)	n.p.	0,0308	0,0196	0,0207	0,0191	0,0277	0,0478	0,0456	0,0313
Odložena dividendna donosnost	DPS _(t-1) /PPS _(t-2)	n.p.	0,0284	0,0183	0,0196	0,0188	0,0184	0,0277	0,0463	0,0456
Stopnja izplačila dividend	DIV/Ni _(t-1)	n.p.	1,5298	0,3260	0,1358	0,2988	2,4547	0,8684	0,5780	5,5574
Odložena stopnja izplačila dividend	DIV _(t-1) /Ni _(t-2)	n.p.	0,7360	0,4219	0,3260	0,1270	0,2888	2,4547	0,8404	0,5780
Število opazovanj			203	26	26	29	30	30	31	31
% izplačevalcev			55,17	73,08%	53,85%	51,72%	53,33%	56,67%	51,61%	48,39%

Slika 2: Agregatno zvišanje in znižanje dividend, agregatne dividende na pobudnika izplačil ter agregatne tržne vrednosti zviševalcev, zniževalcev in pobudnikov dividend glede na preteklo leto za opazovana podjetja v letih 2008–2013 (v mio €)

15



Slika 3: Povprečno zvišanje in znižanje dividend na podjetje, povprečna dividenda na pobudnika izplačil ter povprečne tržne vrednosti zviševalncev, zniževalcev in pobudnikov dividend na podjetje za opazovana podjetja v letih 2008–2013 (v mio €)

