

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**ANALIZA POVEZAVE MED DELEŽEM IZPLAČANIH DIVIDEND
IN RASTJO DOBIČKOV**

Ljubljana, april 2021

MARTIN PODBERŠIČ

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Martin Podberšič, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor predloženega dela z naslovom Analiza povezave med deležem izplačanih dividend in rastjo dobičkov, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem, red. prof. dr. Alešem Berkom Skokom.

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil 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 poskrbel, 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 pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil 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 _____

Podpis študenta: _____

KAZALO

| | |
|---|-----------|
| UVOD | 1 |
| 1 DEJAVNIKI, KI VPLIVAJO NA DIVIDENDE | 3 |
| 1.1 Značilnosti podjetja | 4 |
| 1.2 Značilnosti trga | 7 |
| 1.2.1 Davki | 7 |
| 1.2.2 Varstvo vlagateljev | 8 |
| 1.2.3 Naklonjenost vlagateljev | 9 |
| 1.2.4 Javne ter zasebne družbe | 10 |
| 1.2.5 Značilnosti novouvrščenih podjetij | 10 |
| 1.2.6 Konkurenca na trgu | 10 |
| 1.3 Nadomestne oblike izplačila dividend..... | 11 |
| 2 TEORIJE POLITIKE DIVIDEND..... | 12 |
| 2.1 Teorija nepomembnosti..... | 12 |
| 2.2 Vpliv tržnih nepopolnosti na teorijo nepomembnosti | 14 |
| 2.2.1 Davki | 15 |
| 2.2.2 Asimetrija informacij..... | 15 |
| 2.2.3 Stroški agentov ali teorija prostega denarnega toka | 16 |
| 2.2.4 Učinek strank..... | 17 |
| 3 TUJE EMPIRIČNE RAZISKAVE DIVIDENDNIH POLITIK..... | 18 |
| 3.1 Raziskave politike dividend | 18 |
| 3.1.1 Lintnerjeva raziskava iz leta 1956..... | 19 |
| 3.1.2 Ponovitev Lintnerjeve raziskave iz leta 1985..... | 21 |
| 3.2 Anketa podjetij vključenih na New York Stock Exchange..... | 23 |
| 3.3 Anketa podjetij vključenih v borzni indeks NASDAQ..... | 24 |
| 3.4 Dividendne politike evropskih podjetij..... | 25 |
| 3.4.1 Delež podjetij, ki izplačujejo dividende | 26 |
| 3.4.2 Deleži izplačanih dividend po državah..... | 28 |
| 3.4.3 Deleži izplačanih dividend po panogah..... | 29 |
| 3.4.4 Deleži izplačanih dividend glede na velikost podjetij..... | 30 |
| 3.4.5 Primerjava dividendne politike med Evropo in ZDA..... | 31 |

| | | |
|------------|---|-----------|
| 3.5 | Dividendni trendi..... | 32 |
| 3.5.1 | Izginjanje dividend..... | 32 |
| 3.5.2 | Empirični dokazi o izginjanju dividend..... | 32 |
| 3.5.3 | Razlogi za izginjanje dividend..... | 35 |
| 3.5.4 | Pojavljjanje dividend..... | 40 |
| 4 | DELEŽ IZPLAČANIH DIVIDEND IN PRIHODNJA RAST DOBIČKOV | 42 |
| 4.1 | Analiza na agregatni ravni..... | 46 |
| 4.2 | Analiza na ravni podjetja..... | 48 |
| 4.2.1 | Podatki in metodologija..... | 48 |
| 4.2.2 | Regresijski model..... | 54 |
| | SKLEP..... | 57 |
| | LITERATURA IN VIRI..... | 59 |
| | PRILOGE | 65 |

KAZALO TABEL

| | | |
|-----------|--|----|
| Tabela 1: | Značilnosti podjetja v povezavi z dividendami..... | 5 |
| Tabela 2: | Podjetja, ki izplačujejo dividende v Evropi (v %)..... | 27 |
| Tabela 3: | Delež izplačanih dividend glede na velikost podjetja (v letu 2016, v %)..... | 31 |
| Tabela 4: | Opisna statistika modela rasti dobičkov, ameriška podjetja..... | 50 |
| Tabela 5: | Opisna statistika modela rasti dobičkov, evropska podjetja..... | 51 |
| Tabela 6: | Korelacijska matrika, podjetja iz borznega indeksa S&P 500..... | 52 |
| Tabela 7: | Korelacijska matrika, podjetja iz borznega indeksa STOXX Europe 600..... | 52 |
| Tabela 8: | Rezultati modela prihodnjih dobičkov podjetij iz indeksa S&P 500..... | 54 |
| Tabela 9: | Rezultati modela prihodnjih dobičkov podjetij iz indeksa STOXX Europe 600..... | 56 |

KAZALO SLIK

| | | |
|----------|---|----|
| Slika 1: | Delež podjetij, ki izplačujejo dividende (v %)..... | 27 |
| Slika 2: | Deleži izplačanih dividend po državah (v %)..... | 29 |
| Slika 3: | Deleži izplačanih dividend po panogah (v %)..... | 30 |
| Slika 4: | Trendi v deležu plačnikov ter neplačnikov dividend (v %)..... | 33 |
| Slika 5: | Naklonjenost do izplačila dividend..... | 34 |
| Slika 6: | Delež izplačanih dobičkov, dividend in odkupi lastnih delnic (v %)..... | 36 |
| Slika 7: | Delež od dobička izplačanih dividend in prihodnja desetletna realna rast dobička..... | 44 |

| | |
|--|----|
| Slika 8: Povezava med deležem od dobička izplačanih dividend in prihodnjo desetletno rastjo dobička..... | 45 |
|--|----|

KAZALO PRILOG

| | |
|---|---|
| Priloga 1: Letna agregirana denarna razdelitev delničarjem | 1 |
| Priloga 2: Povprečni delež izplačanih dividend od dobička po državah (v %) | 2 |
| Priloga 3: Povprečni delež izplačanih dividend od dobička po panogah (v %) | 3 |
| Priloga 4: Model linearne regresije indeksa S&P 500..... | 4 |
| Priloga 5: Model linearne regresije indeksa STOXX Europe 600 | 4 |
| Priloga 6: Model logistične regresije na panelnih podatkih ameriških podjetij | 5 |
| Priloga 7: Model logistične regresije na panelnih podatkih evropskih podjetij | 6 |

SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

npr. – na primer

IPO – (angl. initial public offering); prva javna ponudba

RE/BE – (angl. retained earnings to book value of equity); razmerje med zadržanim dobičkom in knjigovodsko vrednostjo kapitala

SEC – (angl. Securities and Exchange Commission); Komisija za vrednostne papirje in borzo

ZDA – Združene države Amerike

UVOD

Zaradi dejstva, da dividende znižujejo sredstva, namenjena za investicije podjetja, mnogo borznih vlagateljev in finančnih analitikov povezuje visoko izplačilo dobička v obliki dividend z nizko stopnjo rasti dobička v prihodnosti. Izsledki avtorjev Arnott in Asness (2003, str. 70–84), do katerih sta prišla na podlagi proučevanja agregiranih podatkov borznega indeksa S&P 500, dokazujejo ravno nasprotno dejstvo v primerjavi s teoretskim stališčem o vplivu deleža izplačanih dividend od dobička na rast dobička v prihodnosti.

Arnott in Asness (2003, str. 70–84) sta v raziskovalnem delu preučevala odnos med deležem izplačanih dividend od dobička (angl. payout ratio) in prihodnjo rastjo dobičkov, pri čemer sta se osredotočila na tržni portfelj, ki je temeljil na ameriškem borznem indeksu S&P 500. Rezultat študije, ki je zajemala časovno vrsto, dolgo 130 let, in vrsto testov, je presenetljiv in nasproten od splošnega prepričanja. Arnott in Asness (2003, str. 70–84) sta ugotovila, da je višja prihodnja rast dobička povezana z višjim in ne nižjim deležem izplačanih dividend. S to študijo sta avtorja opazila, da njuni rezultati »ponujajo izziv opazovalcem kapitalskega trga, ki vidijo nizek delež od dobička izplačanih dividend kot signal za višje prihodnje dobičke«.

Razlog za splošno prepričanje, da nizek delež izplačanega dobička signalizira visoko prihodnjo rast dobičkov, je povezana z razlago, da podjetja izplačujejo manj dividend v času priložnosti za rast poslovanja; torej višji delež zadržanega dobička bi potemtakem moral nakazovati na visoko rast dobičkov v prihodnosti.

Miller in Modigliani (1961, str. 411–433) sta s teoremom o nepomembnosti dividendne politike dokazala, da pri nespremenjenem obsegu investicij in konstantnem pričakovanem dobičku, visokemu deležu izplačanega dobička sledi nižja rast dobička (Ibbotson & Chen, 2003, str. 1–12). Nadalje, iz perspektive kapitalske strukture (angl. pecking order theory) Myers in Majluf (1984, str. 187–221) postavita hipotezo, da podjetja z veliko priložnostmi za rast preferirajo interno ustvarjen denarni tok v primerjavi z zunanjimi viri financiranja. Ta hipoteza nakazuje, da imajo podjetja z veliko priložnostmi za rast nižji delež od dobička izplačanih dividend oziroma višjo stopnjo zadržanih dobičkov. Empirične študije, ki vključujejo delež od dobička izplačanih dividend, načeloma potrjujejo tezo, da je ta obratno koreliran z investicijskimi priložnostmi (Fama & French, 2002, str. 1–33; Rozeff, 1982, str. 249–259).

V prejšnjem odstavku predstavljena povezava med deležem od dobička izplačanih dividend in prihodnjo rastjo dobička predstavlja teoretičen pogled na svet s popolnim kapitalskim trgom. Ta teoretičen pogled na svet predpostavlja, da so informacije za vse udeležence na kapitalskem trgu enake in deljene, da menedžerji delujejo v najboljšem interesu delničarjev, da investicijska politika ostaja nespremenjena ne glede na znesek izplačanih dividend, da velja cenovna učinkovitost na trgu, nadalje, da je davčna obravnava enaka tako za zadržane

kot za izplačane dobičke ipd. Ko opustimo to predpostavko popolnih kapitalskih trgov, se pojavijo vedenjske in informacijske hipoteze kot razlaga za pozitivno povezavo med deležem od dobička izplačanih dividend in prihodnjo rastjo dobičkov.

Namen magistrskega dela je s pomočjo tuje strokovne literature ter s pomočjo strokovnih člankov in javno dostopnih podatkov predstaviti dejavnike, ki vplivajo na dividende, predstaviti temeljne in izpeljane teorije politike dividend, predstaviti stališča menedžerjev ter opozoriti na trende pri izplačevanju dividend in izpostaviti nasprotujoče si dokaze teoretične literature in praktičnih študij glede povezave med deležem od dobička izplačanih dividend in prihodnjo rastjo dobičkov. Na podlagi navedenega sem v magistrskem delu postavil raziskovalno vprašanje ali ima višji delež od dobička izplačanih dividend pozitiven vpliv na prihodnjo rast dobičkov.

Cilji magistrskega dela izhajajo iz zgoraj opredeljenega namena dela. Tako glavni cilj predstavlja preučitev povezave med deležem od dobička izplačanih dividend in prihodnjo rastjo dobičkov na podlagi preučevanja agregiranih podatkov ameriškega borznega indeksa S&P 500 in evropskega borznega indeksa STOXX Europe 600 ter podatkov na nivoju posameznih podjetij, ki sestavljajo omenjena indeksa. Primarni namen tega magistrskega dela je na osnovi pridobljenih rezultatov z omenjenega področja predstaviti izsledke in ugotovitve, ki veljajo za povezavo med deležem od dobička izplačanih dividend in rastjo prihodnjih dobičkov.

Zasnova magistrskega dela je takšna, da vključuje proučevanje primarnih in sekundarnih virov podatkov, ki so v večini objavljeni v strokovni in znanstveni literaturi, člankih, raziskovalnih delih, na različnih spletnih straneh ter na finančnih terminalih (npr. Bloomberg). Delo se bo opiralo na praktične izsledke s področja preučevanja deleža od dobička izplačanih dividend, s pomočjo katerih bom empirično preveril povezavo med deležem od dobička izplačanih dividend in prihodnjo rastjo dobičkov podjetij na konkretnem primeru ameriškega in evropskega borznega indeksa oziroma podjetij, vključenih v ta indeksa.

Teoretični del magistrskega dela bo sestavljen iz izsledkov obstoječe literature, povezane s deležem od dobička izplačanih dividend, v mislih imam zlasti Lintnerja (1956, str. 97–113), ki je postavil temelje za razumevanje pomena dividendne politike, Millerja in Modiglianija (1961, str. 411–433), ki sta razvila teorem o nepomembnosti dividendne politike, in druge.

V empiričnem delu magistrskega dela bom s pomočjo spodaj navedenih metod poskušal proučiti povezavo med deležem od dobička izplačanih dividend in prihodnjo rastjo dobička podjetij na konkretnem primeru borznega indeksa S&P 500 in STOXX Europe 600 ter podjetij, vključenih v ta indeks:

- metoda deskripcije – opisoval bom teorijo in pojme ter ugotovljena dejstva različnih avtorjev na temo dividendne politike. Predstavil bom zgodovino dividendne politike ter njene temeljne in izpeljane teorije;

- metoda kompilacije – povzel in analiziral bom ugotovitve študij različnih avtorjev glede deleža od dobička izplačanih dividend;
- metoda analize – ugotavljal bom, ali obstajajo povezave med deležem od dobička izplačanih dividend in prihodnjo rastjo dobičkov podjetij;
- statistične metode – s statističnimi metodami, predvsem ekonometričnim modelom s panelnimi podatki, bom zbral in analiziral podatke glede dividendne politike (delež izplačanih dividend podjetij) na podlagi borznega indeksa S&P 500 in STOXX Europe 600 oziroma podjetij, vključenih v ta indeksa;
- metoda sinteze – preveril bom hipoteze, s katerimi bom ugotovil kakšna je povezava med deležem od dobička izplačanih dividend in prihodnjo rastjo dobičkov.

Vsebina magistrskega dela poleg uvoda, ki zajema namen, cilje in metode dela, obsega štiri poglavja. V prvem poglavju bom opredelil dejavnike, ki vplivajo na dividende, in sicer z razdelitvijo na dve veliki podskupini: značilnosti podjetja in značilnosti trga, ki ju bom tudi podrobneje obravnaval. V drugem poglavju bodo prikazane različne teorije politike dividend, med njimi najbolj znana teorija nepomembnosti dividend. Sledi tretje poglavje z anketnimi raziskavami dividendnih politik, med njimi lahko izpostavimo zlasti Lintnerjevo študijo, eno najzgodnejših ter najbolj pomembnih anket, ki se osredotoča na poglede menedžerjev na dividendno politiko. Četrto poglavje bo namenjeno analiziranju povezave med deležem od dobička izplačanih dividend in rastjo prihodnjih dobičkov. Razdeljeno bo na dve podpoglavji, kjer bom na podlagi agregiranih podatkov borznih indeksov S&P 500 in STOXX Europe 600 ter na podlagi posameznih podjetij, vključenih v omenjena indeksa, preveril hipotezo, ali višji delež od dobička izplačanih dividend napoveduje višjo rast dobičkov v prihodnosti. Povzete bodo tudi bistvene ugotovitve in s pomočjo statističnega orodja Stata podani ustrezni zaključke glede povezave med deležem od dobička izplačanih dividend in rastjo prihodnjih dobičkov. V sklepu povzemam ugotovitve magistrskega dela.

1 DEJAVNIKI, KI VPLIVAJO NA DIVIDENDE

Kaj določa delež od dobička izplačanih dividend? Razumevanje odgovora na to vprašanje, s katerim so se ekonomisti ukvarjali skoraj 50 let, je pomembno, saj podjetja velik del svojih dobičkov vsako leto razdelijo med delničarje. Delo Millerja in Modiglianija (1961, str. 411–433) je vplivalo na prve raziskave za motive in posledice dividendne politike. V njunem delu predpostavljata fiksno investicijsko politiko, ki je vlagateljem znana. Nadaljnja predpostavka je, da tržne nepopolnosti, kot so davki, transakcijski stroški in asimetrija informacij, ne obstajajo. Študija Millerja in Modiglianija (1961, str. 411–433) je pokazala, da pod navedenimi predpostavkami vse oblike dividendnih politik vključujejo razdelitev celotne sedanje vrednosti prostega denarnega toka. Vlagatelji bi bili posledično v teh razmerah neopredeljeni med različnimi vrstami dividendnih politik. Nadalje, vrednost podjetja bi bila neodvisna od opredeljene dividendne politike s strani menedžmenta.

Ne glede na napisano je dejstvo, da menedžerji podjetij in borzni analitiki posvetijo veliko časa dividendni politiki, kar pomeni, da je ta kljub vsemu nekako vendarle pomembna. Finančniki so to pomembnost dividendne politike raziskovali tako, da so umaknili predpostavke popolnih kapitalskih trgov, ki sta jih postavila Miller in Modigliani (1961, str. 411–433). Takšen prilagojen model je vodil do dividendnih teorij, ki med drugim temeljijo na davčno usmerjenih klientelah, različnih davčnih režimih, problemih agentov ter signaliziranju informacij. Vsaka izmed naštetih teorij kaže, da so dividendne politike pomembne v predvidljivih oblikah.

V nadaljevanju tega poglavja so navedene sinergije akademskih raziskovanj skozi čas v povezavi z dejavniki, ki vplivajo na dividende. Ti dejavniki predstavljajo tri velike skupine: (1) značilnosti podjetja, (2) značilnosti trga in (3) nadomestne oblike izplačila dividend. V nadaljevanju je predstavljeno, kako se ti dejavniki, ki sistematično vplivajo na dividendne odločitve, povezujejo s tradicionalnimi dividendnimi teorijami.

1.1 Značilnosti podjetja

Različni avtorji so postavili hipotezo, da so dividende povezane z osnovnimi značilnostmi podjetja, kot so: velikost podjetja, dobičkonosnost, priložnosti za rast in zrelost. Nadalje, nekateri avtorji so prišli do drugačnih zaključkov, da so dividende bolj povezane z drugačnimi karakteristikami podjetja, kot sta finančni vzvod in pogled na korporacijsko strukturo vodenja v podjetju.

V spodnji tabeli 1 je povzet pregled osnovnih značilnosti podjetja, ki so povezane z dividendno politiko. Ta pregled je narejen na podlagi testiranja vzorca podjetij glede naklonjenosti do izplačevanja dividend, višine izplačila dividend od dobička ter dividendne donosnosti in agregiranega izplačila dividend. Spodnja tabela prikazuje povzetek študij, ki analizirajo razmerje med značilnostmi podjetij in dividendami. Za vsako izmed karakteristik tabela prikazuje posamezne študije ter znak za povezavo med dividendami in značilnostmi podjetja, ki jih študije obravnavajo.

Na splošno obstoječe raziskave kažejo, da je dividendna politika močno povezana s temeljnimi značilnostmi podjetij, kot so priložnosti za rast, dobičkonosnost, velikost podjetja ter zrelost podjetja, kot tudi z odločitvami o politiki podjetja glede finančnega vzvoda, kompenzacijskimi načrti ter z lastniško strukturo podjetja.

Tabela 1: Značilnosti podjetja v povezavi z dividendami

| Značilnosti podjetja | Reprezentativna študija | Povezava |
|----------------------------------|---|----------|
| Velikost podjetja | Smith in Watts (1992) | + |
| | Gaver in Gaver (1993) | + |
| | Fama in French (2001) | + |
| | DeAngelo, DeAngelo in Stulz (2006) | + |
| | Denis in Osobov (2008) | + |
| Donosnost sredstev | Fama in French (2001) | + |
| | DeAngelo, DeAngelo in Skinner (2004) | + |
| | DeAngelo, DeAngelo in Stulz (2006) | + |
| | Denis in Osobov (2008) | + |
| Značilnosti podjetja | Reprezentativna študija | Povezava |
| Priložnosti za rast | Smith in Watts (1992) | - |
| | Gaver in Gaver (1993) | - |
| | Fama in French (2001) | - |
| | DeAngelo, DeAngelo in Stulz (2006) | - |
| | Denis in Osobov (2008) | +/- |
| Zrelost podjetja | Grullon, Michaely in Swaminathan (2002) | + |
| | DeAngelo, DeAngelo in Stulz (2006) | + |
| | Denis in Osobov (2008) | + |
| Regulacija | Smith in Watts (1992) | + |
| | Gaver in Gaver (1993) | + |
| Finančni vzvod | Smith in Watts (1992) | + |
| | Gaver in Gaver (1993) | + |
| Spodbude kompenzacij | Smith in Watts (1992) | + |
| | Fenn in Liang (2004) | - |
| Delež notranjih lastnikov | Rozeff (1984) | - |
| Delež institucionalnih lastnikov | Grinstein in Michaely (2005) | + |

Vir: Baker (2009, str. 57)

Fama in French (2001, str. 3–43) sta ocenjevala logistične regresijske modele, v katerih je odvisna spremenljivka enaka ena v primeru, da podjetje izplačuje redno dividendo v določenem letu, v nasprotnem primeru pa je vrednost enaka nič. V raziskavi sta ugotovila, da je verjetnost izplačila dividende pozitivno povezana z velikostjo podjetja in dobičkonosnostjo sredstev ter negativno povezana z razmerjem med tržno ceno delnice in knjigovodsko vrednostjo delnice (angl. market-to-book ratio). Avtorji DeAngelo, DeAngelo in Stulz (2006, str. 227–254) so razširili analizo Fama-French z vključitvijo merjenja zrelosti podjetja (ali življenjskega cikla podjetja), opredeljenega kot razmerje med zadržanim dobičkom in knjigovodsko vrednostjo kapitala (angl. retained earnings to book value of

quity, v nadaljevanju RE/BE). Ugotovili so, da je naklonjenost do izplačila dividend pozitivno povezana s kazalnikom RE/BE. Ta učinek zrelosti podjetja ne vključuje karakteristik študije Fama-French, vendar raziskava avtorjev DeAngelo, DeAngelo in Stulz kaže, da ima kazalnik RE/BE največji ekonomski vpliv na naklonjenost do izplačevanja dividend. Grullon, Michaely in Swaminathan (2002, str. 387–424) so potrdili povezavo med dividendami in zrelostjo podjetja z zaključkom analize, da podjetja z rastjo dividend izkazujejo tako padec sistematičnega tveganja kot manjša znižanja dobičkonosnosti v prihodnosti. Taka podjetja istočasno tudi ne uspejo zvišati investicijskih izdatkov.

Smith in Watts (1992, str. 263–292) ter Gaver in Gaver (1993, str. 45–72) so opravili podoben raziskovalni pristop, vendar so namesto modelov, ki napovedujejo, ali podjetje izplačuje dividende, avtorji izbrali model, pri katerem sta dividendna donosnost in delež izplačanih dividend odvisni spremenljivki. Z uporabo podatkov na ravni industrij sta Smith in Watts ugotovila, da je dividendna donosnost pozitivno povezana z velikostjo podjetja ter s tem, ali je podjetje regulirano. Dividendna donosnost je sicer po tej raziskavi negativno povezana z zmožnostjo podjetja za rast. Z uporabo podatkov na ravni podjetja pa sta Gaver in Gaver (1993, str. 45–72) potrdila, da imajo podjetja z visoko rastjo nižji delež izplačanih dividend ter nižjo dividendno donosnost.

Analiza povezave med dividendami ter temeljnimi značilnostmi podjetja obstaja tudi na nivoju različnih držav. Denis in Osobov (2008, str. 62–82) sta analizirala dividendne politike v šestih razvitih državah – ZDA, Veliki Britaniji, Kanadi, Nemčiji, Franciji in Japonski ter ugotovila, da so velikost podjetja, dobičkonosnost ter zrelost podjetja pozitivno povezani z naklonjenostjo do izplačila dividend, in sicer v vseh šestih državah. Povezava med dividendami in možnostjo za rast podjetja pa v tej raziskavi ni bila toliko izražena. Že pred tem pa so avtorji Benito in Young (2001, str. 1–37), Renneboog in Trojanowski (2005, str. 1–53) ter Ferris, Sen in Yui (2006, str. 1149–1173) v študijah dividendne politike podjetij v Veliki Britaniji prišli do podobnih zaključkov kot Denis in Osobov, medtem ko so von Eije, Henk in Megginson (2008, str. 347–374) prišli do enakega rezultata študije na podlagi podjetij iz Evropske unije. Ne nazadnje so avtorji DeAngelo, DeAngelo in Skinner (2004, str. 425–456) objavili rezultate analize svojega dela, da so agregirane dividende močno skoncentrirane med največjimi ter najdonosnejšimi podjetji v ZDA. Denis in Osobov (2008, str. 62–82) sta potrdila, da ta vzorec drži tudi v drugih državah.

Empirične študije povezujejo dividendne politike tudi z drugimi značilnostmi podjetij, kot so kapitalska struktura, naklonjenost do načrta kompenzacij ter lastniška struktura. Na primer Smith in Warner (1979, str. 117–161) in Kalay (1982, str. 211–233) so ugotovili, da zaveze, vključene v obvezniških pogodbah, omejujejo izplačane dividende. Ne glede na to sta Smith in Watts (1992, str. 263–292) ugotovila, da obstaja pozitivno razmerje med dividendno donosnostjo ter finančnim vzvodom ter to povezavo pripisala odločitvam menedžerjev o dividendni in politiki finančnega vzvoda glede na priložnosti podjetja za rast.

Smith in Watts (1992, str. 263–292) tudi poročata o pozitivni povezavi med dividendno donosnostjo in bonusi ali opcijskimi načrti za nakup delnic za višji sloj menedžmenta. Fenn in Liang (2001, str. 45–72) sta z nadzorovanjem prostega denarnega toka ugotovila, da so v zadnjih letih dividende negativno povezane z možnostmi za nakup delnic, torej v času, ko so postali odkupi lastnih delnic bolj pogosta praksa. To povezavo utemeljujejo na menedžerjih, ki imajo opcije za nakup delnic ter zamenjujejo dividende za odkupe lastnih delnic, saj dividende znižujejo vrednost njihovih nakupnih opcij.

Zadnja skupina študij empirično preučuje povezavo med strukturo lastniškega kapitala in dividendnimi politikami. V prvi študiji je Rozeff (1982, str. 249–259) ugotovil negativno povezavo med dividendami in deležem notranjih lastnikov. Pozneje sta Fenn in Liang (2001, str. 45–72) prišla do pozitivne povezave med izplačilom dividend in deležem notranjih lastnikov v družbah z nizkim deležem lastništva. Njuna raziskava ne kaže na nobeno povezavo med izplačilom dividend in visokim deležem notranjih lastnikov.

V povezavi z drugimi lastniki sta Grinstein in Michaely (2005, str. 1389–1426) analizirala povezavo med institucionalnimi delničarji in dividendno politiko. Avtorja sta prišla do zaključka, da je lastniški delež institucionalnih vlagateljev višji pri podjetjih, ki izplačujejo dividende kot pri tistih, ki dividend ne izplačujejo. Vendar avtorja nista našla povezave, da višje dividende privabijo večji lastniški del institucionalnih vlagateljev. Zato sta zaključila, da institucije ne spremljajo ali nadzorujejo menedžerjev glede dividendne politike.

1.2 Značilnosti trga

Drug način raziskovanja preverja hipotezo povezanosti dividend z značilnostmi tržnega okolja, v katerem podjetja poslujejo. Primeri teh značilnosti so davki, zakoni o varstvu vlagateljev, naklonjenost vlagateljev do delnic z višjimi dividendami, javne ter zasebne družbe, značilnosti novouvrščenih podjetij ter konkurenca na trgu.

1.2.1 Davki

V primeru, ko so dividende drugače obdavčene kot kapitalski dobički, je vsaj v teoriji mogoče trditi, da slednje vpliva na delež izplačanih dividend podjetja. Empirične analize ali davki, ki vplivajo na dividendno odločanje, so lahko težavni, saj je problematično opazovati davčne razrede vlagateljev. Zato se veliko raziskav na to temo zanaša na posredne teste. V praksi so rezultati preučevanj, ali davki vplivajo na preference vlagateljev do delnic z dividendami, mešani. Scholz (1992, str. 261–285) je analiziral podatke iz ankete o potrošniških financah iz leta 1983 ter prišel do zaključka, da obstaja negativna povezava med obdavčitvijo in preferenco posameznika do dividend. Nasprotno, Allen in Michaely (2003, str. 337–429) sta ugotovila, da najbolj premožni vlagatelji, ki so domnevno v najvišjih davčnih razredih, prejemajo precejšnje dividende. Ta raziskava tako vnaša nekaj dvoma v pomembnost davkov pri naklonjenosti vlagateljev do delnic z dividendami.

Nekatere druge študije poizkušajo bolj neposredno analizirati, ali davki vplivajo na odločitve podjetij glede izplačila dividend. Perez Gonzalez (2003, str. 1–42) je v raziskavi ugotovil, da ko davčna reforma poveča (zmanjša) obdavčitev dividend v primerjavi s kapitalskimi dobički, podjetja z večjim deležem malih vlagateljev znižajo (povišajo) dividende. Poterba in Summers (1984, str. 1.397–1.415) poročata o podobnih ugotovitvah za agregirane dividende v Veliki Britaniji. Te študije kažejo na to, da davki dejansko vplivajo na politiko izplačevanja dividend podjetij. Dodatno sta Lie in Lie (1999, str. 533–552) ugotovila, da je za podjetja z nižjim deležem izplačanih dividend (predvidoma vlagatelji v višjem davčnem razredu) bolj verjeten odkup delnic kot povišanje rednih dividend ali plačila denarja preko izrednih dividend. Zaključila sta, da davčni razred vlagateljev vpliva na politiko družb glede deleža izplačanih dividend.

1.2.2 Varstvo vlagateljev

Vse do raziskave Easterbrooka (1984, str. 650–659) je finančna literatura postavljala hipotezo, da so dividende odraz težav agentov med notranjimi in zunanjimi vlagatelji podjetja. Nedavno je več avtorjev prišlo do ugotovitve, da je eno od pravnih sredstev za boj proti konfliktu interesov obstoj ter izvrševanje zakonov, ki ščitijo delničarje pred razlastitvijo s strani notranjih vlagateljev. Skupna ugotovitev teh avtorjev je, da so dividende rezultat pravnega okolja, v katerem podjetje posluje. Avtorji La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer in Vishny (2000, str. 1–33) so formalizirali to opažanje z razvojem in testiranjem dveh modelov stroškov agentov glede dividendne politike. V t. i. rezultatskem modelu so dividende rezultat učinkovitega pravnega varstva manjšinskih delničarjev. To pomeni, da pravno varstvo učinkovito prisili notranje vlagatelje ter večinske delničarje, da izplačujejo dividende manjšinskim delničarjem ter jih ne razlastijo. V substitutnem modelu, ki je delo avtorjev La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer in Vishny (2000, str. 1–33), so dividende substitut pravnega varstva. Z namenom sposobnosti zbiranja zunanjih virov financiranja pod ugodnimi pogoji podjetja plačujejo dividende s ciljem vzpostavitve ugleda, s tem da ne razlaščajajo manjšinskih delničarjev.

La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer in Vishny (2000, str. 1–33) so z namenom testiranja modelov stroškov agentov analizirali dividendne politike več kot 4000 podjetij iz 33 držav celega sveta. Ugotovili so, da podjetja, ki poslujejo v državah z boljšim pravnim varstvom manjšinskih delničarjev, izplačujejo višje dividende. Nadalje, v teh državah podjetja z višjo stopnjo rasti izplačujejo nižje dividende kot podjetja z nižjo stopnjo rasti, kar je skladno z idejo, da so pravno zaščiteni delničarji pripravljeni čakati na svoje dividende, ko ima podjetje dobre naložbene možnosti.

Faccio, Lang in Young (2001, str. 54–78) so gradili na delu avtorjev La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer in Vishny (2000, str. 1–33) s testiranjem povezave med dividendo v Zahodni Evropi in Vzhodni Aziji ter neskladjem med lastniškimi pravicami obvladujočega

delničarja (oznaka »O«) in njihovimi nadzornimi pravicami (oznaka »C«). Posebej avtorji Faccio, Lang in Young uporabljajo kazalnik med lastništvom in pravicami do nadzora (O/C) kot merilo ranljivosti podjetja do razlastitve s strani notranjih vlagateljev. Na primer, to razmerje je nizko, ko obvladujoč delničar obvladuje podjetje preko dolge verige posrednih podjetij. V takšnem scenariju je obvladujoč delničar na dnu piramide lastniške strukture podjetja, vendar ima tako obvladujoči delničar večje možnosti transakcij znotraj skupine, ki vplivajo na razlastitev manjšinskih delničarjev.

Faccio, Lang in Young (2001, str. 54–78) so ugotovili, da skupine podjetij, ki so med seboj tesno povezana in imajo nizek kazalnik O/C, izplačujejo višje dividende. Ravno nasprotno, medsebojno ohlapno povezana podjetja v skupini – na primer tista z obvladovanjem lastniškega deleža med 10 in 20 odstotki – in z nizkim kazalnikom O/C izplačujejo nižje dividende. Avtorji interpretirajo te ugotovitve s tem, da vlagatelji pričakujejo razlastitev v tesno povezanih podjetjih ter zato zahtevajo višje dividende kot način zniževanja te bojazni. Dodatno avtorji ugotavljajo, da so vlagatelji manj pozorni na takšno razlastitev v ohlapno povezanih podjetjih. Razlaga za takšno ravnanje vlagateljev je, da slaba preglednost takšnih razvejanih, ohlapno povezanih družb poveča težavnost delničarjev pri odkrivanju nadzornih točk, z namenom ugotovitve ter nasprotovanja škodljivim transakcijam znotraj skupine.

1.2.3 Naklonjenost vlagateljev

Baker in Wurgler (2004a, str. 1125–1165) sta razvila in testirala hipotezo, da prevladujoče povpraševanje vlagateljev po dividendah narekuje odločitve podjetij za izplačevanje le-teh. To pomeni, da ko se naklonjenost vlagateljev preusmeri k podjetjem, ki izplačujejo dividende, ta kotirajo na borzi s premijo glede na tista podjetja, ki dividend ne izplačujejo. Podjetja zadovoljijo naklonjenost vlagateljev s prilagoditvijo dividendnih politik v smeri višje dividendne premije, ki v določenem času vlada na trgu. Z analiziranjem različnih obdobji glede dividendne premije sta Baker in Wurgler ugotovila, da je za podjetja, ki ne izplačujejo dividend, velika verjetnost, da bodo te izplačevala, ko je dividendna premija visoka, ter obratno, da ne bodo izplačevala dividend, ko je dividendna premija negativna.

V drugi študiji sta Baker in Wurgler (2004b, str. 271–288) analizirala, ali je teorija streženja dividend (angl. catering theory) povezana z manjšo naklonjenostjo do izplačevanja dividend, ki sta jo prvotno opazovala Fama in French (2001, str. 3–43). Baker in Wurgler (2004b, str. 271–288) sta prepoznala štiri glavne trende v povezavi z naklonjenostjo do izplačevanja dividend v ZDA v obdobju od leta 1963 do 2000 – dva trenda s povečano naklonjenostjo ter dva trenda z nižjo naklonjenostjo – ter empirično povezala te trende s spremembo dividendne premije. Njune ugotovitve so splošno konsistentne z vplivom razpoloženja vlagateljev na naklonjenost podjetij do izplačila dividend. Edino obdobje, ki ni povezano s hipotezo streženja, je v zgodnjih sedemdesetih, torej v času ko je Nixonov nadzor nad plačami in cenami imel vpliv na izplačane dividende.

1.2.4 Javne ter zasebne družbe

Akadska literatura je večinoma proučevala politiko izplačevanja dividend javnih borznih družb, saj so podatki teh podjetij lažje dostopni javnosti. Raziskave so tako v večji meri zanemarile dividendne politike zasebnih družb, ki ne kotirajo na borzi. To postavlja vprašanje, ali ima oblika družbe (javna ali zasebna) vpliv na njeno dividendno politiko. Za preučevanje tega vprašanja sta Michaely in Roberts (2007, str. 1–39) primerjala dividendne politike javnih in zasebnih družb, da bi lahko pojasnila dejavnike, ki vplivajo na njihove dividendne odločitve. Kot navaja literatura, sta Michaely in Roberts (2007, str. 1–39) ugotovila, da javne družbe gladijo dividende. To pomeni, da javne družbe v primerjavi s podobnimi zasebnimi družbami nerade izpuščajo, znižujejo ali uvajajo dividende. Nadalje, javne družbe naj bi bile relativno manj naklonjene veliki rasti dividend. Te ugotovitve so skladne s pogledom, da transparentnost javnih družb, uvrščenih na borzni trg, vpliva na menedžerje, da sledijo bolj konservativni dividendni politiki, ki jo predstavljajo relativno majhni in konstantni dvigi dividend skupaj z nepripravljenostjo do znižanja dividend.

1.2.5 Značilnosti novouvrščenih podjetij

Čeprav prej omenjene študije kažejo, da ima vpliv na dividendno politiko to, ali podjetje kotira na borzi, pa novejša raziskava kažejo, da so se značilnosti kotirajočih podjetij v ZDA spremenile tekom časa v smeri značilnosti, bolj tipičnih za podjetja, ki ne izplačujejo dividend. Posebej Fama in French (2001, str. 3–43) navajata, da od leta 1978 javne družbe v ZDA naraščajoče kažejo značilnosti podjetij, ki niso nikoli izplačala dividend. Te značilnosti so majhna velikost podjetja, nizki dobički ter visoke investicije glede na dobičke. Vodilne silnice, ki vplivajo na spremembe pri značilnostih populacije podjetij, so porast števila na novo kotirajočih podjetij od leta 1978 ter spreminjajoča narava novouvrščenih podjetij na borzni trg.

Denis in Osobov (2008, str. 62–82) sta razširila prej omenjeno raziskavo na spremljanje naklonjenosti podjetij do izplačila dividend v več razvitih državah, kot so ZDA, Velika Britanija, Kanada, Nemčija, Francija in Japonska. Avtorja opažata, da se je v preteklem desetletju sestava populacije javnih družb v vseh državah spremenila v smeri večjega deleža podjetij z značilnostmi neizplačevalcev dividend. Nadalje sta Denis in Osobov ugotovila, da imajo novouvrščena podjetja na borzo, ki ne izplačujejo dividend, vodilno vlogo pri opazovanem znižanju naklonjenosti do izplačevanja dividend. Ta značilnost velja za rezultate, objavljene za podjetja iz ZDA.

1.2.6 Konkurenca na trgu

La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer in Vishny (2000, str. 1–33) ter Grinstein in Michaely (2005, str. 1389–1426) razlikujejo med izidnim ter substitutnim modelom dividend. V njihovi verziji izidnega modela menedžerji na visokokonkurenčnih trgih razdelijo

delničarjem več denarja zaradi konkurenčnih silnic, katere menedžerje lahko preanalizirajo v primeru prevelikega investiranja. Nasprotno, menedžerji na manj konkurenčnih trgih lahko uporabijo dividende kot nadomestek za konkurenčno prednost z namenom grajenja ugleda na kapitalskih trgih ter zmožnosti zbiranja kapitala pod boljšimi pogoji v prihodnosti.

Grullon in Michaely (2007, str. 1–33) sta ugotovila, da imajo podjetja v koncentriranih ali manj konkurenčnih panogah precej nižji delež izplačanih dividend kot podjetja v manj koncentriranih panogah, kar potrjuje napoved izidnega modela. Vendar je drugi razlog za takšen rezultat tudi v tem, da podjetja v bolj koncentriranih trgih izplačujejo nižje dividende, ker potrebujejo denar za obrambo pred napadi konkurence – t. i. napadalska hipoteza. Napadalska hipoteza bi morala biti manj utemeljena pri dominantnih podjetjih, saj imajo ta več resursov in tržne moči za preprečevanje kakršnegakoli napada konkurence. V primeru, da napadalska hipoteza drži, potem med nedominantnimi podjetji lahko pričakujemo negativno povezavo med koncentracijo v panogi ter deležem izplačanih dividend.

1.3 Nadomestne oblike izplačila dividend

Pred sredino osemdesetih let 20. stoletja so podjetja uporabljala denarne dividende kot prevladujoč način vračanja kapitala delničarjem. Odkupi lastnih delnic so v zadnjih letih postali bolj priljubljeni, saj v tem tisočletju predstavljajo več kot 50 odstotkov agregiranega izplačevanja dobička družb v ZDA, kot to prikazuje priloga 1. Skoraj istočasno z dvigom odkupov delnic se je v ZDA znižal delež podjetij, ki izplačujejo dividende. Fama in French (2001, str. 3–43) sta pokazala, da se je ta delež znižal z 67 odstotkov leta 1978 na 21 odstotkov leta 1999. Ta vzorec kaže na verjetnost, da podjetja vedno bolj uporabljajo odkupe lastnih delnic kot nadomestek za dividende.

Ker so odkupi lastnih delnic v teoriji enkratni dogodek oziroma program, so številne študije raziskovale verjetnost, da podjetja na eni strani uporabljajo odkupe lastnih delnic za izplačilo začasnih dobičkov ter dividende za izplačilo bolj trajnih dobičkov na drugi strani. Jagannathan, Stephens in Weisbach (2000, str. 355–384) ugotavljajo, da je verjetnost, da bo podjetje uporabilo odkup lastnih delnic namesto povišanja dividende večja, ko denarni tok podjetja sestavlja večji del dobička iz izrednega delovanja glede na dobiček iz rednega poslovanja. Odkupi delnic so povezani tudi s predhodno visoko nihajnostjo dobičkov ter s pričakovani podjetja o znižanju prihodnjih denarnih tokov. Z omenjeno povezavo lahko sklepamo, da menedžerji uporabljajo dividende za izplačevanje rednih denarnih tokov ter odkupe lastnih delnic za izplačilo izrednih denarnih tokov. Skladno s tem pogledom Guay in Harford (2000, str. 385–415) ugotavljata, da rast denarnega toka pred večjim povišanjem dividend ostane v podjetju praviloma prisotna tudi v prihodnosti, v nasprotju z odkupom lastnih delnic. Dodatno, denarni tokovi imajo po spremembah pri podjetjih, ki povečujejo dividendo, manj nasprotnega gibanja na nivoje pred spremembo kot pri podjetjih, ki odkupujejo lastne delnice.

Navedene študije kažejo, da so dividende in odkupi lastnih delnic alternativna izplačila delničarjem. Seveda ni rečeno, da odkupi lastnih delnic v celoti nadomeščajo dividende kot obliko izplačevanja dobička iz podjetij. Ne nazadnje, v zadnjih letih bi odkupi lastnih delnic lahko nadomeščali zgolj povečanja dividendnih izplačil. S tem vprašanjem sta se ukvarjala avtorja Dittmar in Dittmar (2004, str. 1–50), ki sta ugotovila, da ko se povečajo stalni dobički, podjetja le skromno povečajo dividende, medtem ko znatno povečajo odkupe lastnih delnic. Dodatno, ko se povečajo začasni dobički, podjetja uporabijo denarna sredstva za odkup lastnih delnic. Takšen značajske vzorec se je tekom časa le še okrepil. Avtorja poročata, da je občutljivost dividend na spremembe v stalnih dobičkih po letu 1977 upadla za več kot 75 odstotkov. Kot kaže, podjetja vedno bolj pogosto uporabljajo odkupe lastnih delnic za izplačilo dela dobička, ki so ga v preteklosti izplačevala v obliki dividend. Takšen pojav v ZDA je nasproten glede na večino drugih držav, kjer so odkupi delnic precej manj prisotni, kot to ugotavljata avtorja Denis in Osobov (2008, str. 62–82).

2 TEORIJE POLTIKE DIVIDEND

V relativno kratki zgodovini analitičnih financ moramo omeniti dva najbolj vplivna raziskovalca Millerja in Modiglianija, katerih vpliv na to področje je nesporen. Danes se njuno delo pojavlja praktično v vseh gradivih na temo podjetniških financ, poleg tega avtorji s področja analitičnih financ pogosto citirajo njuno delo. Leta po njunih večjih dosežkih sta prejela Nobelovo nagrado, eno najbolj prestižnih priznanj v ekonomiji. Modigliani je dobil to nagrado leta 1985, Miller pa leta 1990.

2.1 Teorija nepomembnosti

Najpomembnejše delo pred teorijo nepomembnosti avtorjev Millerja in Modiglianija (1961, str. 411–433) je bila raziskava omenjenih avtorjev glede primerjave med dolžniškim in lastniškim virom financiranja. V tej raziskavi iz leta 1958 sta avtorja dokazala, da pod določenimi predpostavkami celotna vrednost podjetja ni odvisna od razmerja med deležem dolga in kapitala, kar kaže na nepomembnost kapitalske strukture. Kapitalska struktura in dividendna politika sta med seboj tesno povezani. Denar, izplačan v obliki dividend, pomeni za podjetje manj kapitala in potencialno večjo potrebo po izdaji novih delnic ali dolga v prihodnosti.

Kmalu po razvoju študije kapitalske strukture sta Miller in Modigliani uporabila podoben pristop za dividende. Odločitev glede dividend je povezana z vprašanjem o kapitalski strukturi, saj dividendna politika odraža odločitve o financiranju. Izplačila dividend pomenijo manj notranjih sredstev za investicije, kar se odraža na večji potrebi po zunanjem financiranju. V finančni literaturi je pri razlagi aktive v bilanci stanja pogosto zanemarjena močna povezava med nepomembnostjo kapitalske strukture podjetja in nepomembnostjo dividend. Za nepomembnost kapitalske strukture velja, da s tem povezana odločitev ne

vpliva na vrednost celotnih sredstev podjetja. Za nepomembnost dividendne politike ravno tako velja, da notranje financiranje v primerjavi z zunanjim financiranjem investicij podjetja ne vpliva na vrednost sredstev podjetja.

Miller in Modigliani (1961, str. 411–433) sta pri tem določila tri predpostavke: popolnost kapitalskih trgov, racionalno vedenje ter popolno gotovost. Nadalje vsako predpostavko natančno opredelita. Popolni kapitalski trgi pomenijo, da nakupi in prodaje nimajo vpliva na ceno delnic podjetja, informacije o ceni delnice so brezplačne, ni stroškov transakcij (vključujoč ničelne davke ter stroške izdaje) ter ni razlike med davkom na dividende in na kapitalске dobičke. Racionalno vedenje pomeni, da vlagatelji raje izberejo več premoženja ter so neodločeni med dividendami in kapitalskimi dobički. Popolna gotovost pomeni, da asimetrije informacij ne obstajajo med menedžmentom podjetja in zunanjimi vlagatelji ter da vlagatelji poznajo vse prihodnje denarne tokove in dobičke podjetja. Pod temi predpostavkami sta Miller in Modigliani (1961, str. 411–433) določila stopnjo zahtevane donosnosti, r_e za vsa podjetja kot seštevek dividend, d_t ter kapitalski dobičkov, deljeno z trenutno ceno p_t . Avtorja držita nespremenjeno r_e skozi časovno obdobje:

$$r_e = \frac{d_t + p_{t+1} - p_t}{p_t} \quad (1)$$

če izpostavimo p_t , dobimo spodnjo enačbo:

$$p_t = \frac{d_t + p_{t+1}}{1 + r_e} \quad (2)$$

Zgornja enačba nam pove, da je današnja cena delnice enaka dividendam na delnico, ki bodo izplačane v času t , plus cena delnice v času $t + 1$, ter oboje diskontirano po zahtevani stopnji donosa na sedanjo vrednost. Potem sta avtorja izrazila enačbo za vrednost podjetja namesto za vrednost delnice, kjer je V_t oznaka za vrednost podjetja v času t , n_t predstavlja število izdanih delnic ter D_t predstavlja celotne izplačane dividende v času t . Miller in Modigliani sta izrazila vrednost podjetja kot funkcijo med celotno vrednostjo izplačanih dividend ter vrednost podjetja v času $t+1$ minus novoizdane delnice m_{t+1} , množeno z njihovo ceno na datum upravičenosti do dividende (angl. ex-dividend price) p_{t+1} .

$$V_t = \frac{D_t + n_t p_{t+1}}{1 + r_e} \quad (3)$$

$$V_t = \frac{D_t + V_{t+1} - m_{t+1} p_{t+1}}{1 + r_e} \quad (4)$$

Če ne upoštevamo diskontnega faktorja (r_e) v zgornji enačbi, ostanejo tri spremenljivke, ki imajo vpliv na vrednost podjetja: trenutna dividenda, celotna vrednost podjetja v prihodnjem obdobju ter vrednost vseh novoizdanih delnic. Miller in Modigliani sta ugotovila, da kakršnokoli povečanje dividend (D_t) nujno poveča vrednostni znesek novoizdanih delnic

$(m_{t+1}p_{t+1})$. To sta avtorja dokazala s prikazom $m_{t+1}p_{t+1}$ v smislu D_t . Z opredelitvijo I_t kot višino investicije ter X_t kot celoten dobiček sta opisala potrebo po novem kapitalu:

$$m_{t+1}p_{t+1} = I_t - (X_t - D_t) \quad (5)$$

Nazadnje sta Miller in Modigliani vstavila zgornjo enačbo v predhodno enačbo ter dobila spodnji rezultat:

$$V_t = \frac{D_t + V_{t+1} - I_t + X_t - D_t}{1+r_e} = \frac{V_{t+1} - I_t + X_t}{1+r_e} \quad (6)$$

Zgornja enačba prikazuje nepomembnost dividende, saj vrednost podjetja ni odvisna od dividend (D_t). Namesto tega je vrednost podjetja odvisna od višine investicij in prihodnjih dobičkov.

Predhodniki ter drugi avtorji v času raziskave Millerja in Modiglianija (1961, str. 411–433) pogosto navajajajo napačne razloge za argumentacijo preferenc vlagateljev za dividende. Miller in Modigliani te napačne razloge v svojem delu imenujeta »vrabec v roki«. Ti napačni razlogi so npr., da vlagatelji dajejo prednost dividendam, ker izplačane dividende predstavljajo zajamčen denar (kot primer glej Gordon, 1962, str. 37–51). Takšni denarni prejemki so več vredni, saj nanje ne vpliva nepredvidljivost, na primer možnost slabšega poslovanja podjetja v prihodnosti. Vendar Modigliani in Miller ovržeta vrednost prejemanja dividend za vlagatelja. V odsotnosti dividend namreč vlagatelj lahko, če želi, preprosto proda delež delnic in s tem posnema dividendne prejemke. V kolikor vlagatelj reinvestira te dividende, je njegov celotni dobiček enak ne glede na to, ali je ta iz naslova kapitalskih dobičkov ali pa dividend.

2.2 Vpliv tržnih nepopolnosti na teorijo nepomembnosti

Ko sta Miller in Modigliani (1961, str. 411–433) predpostavila popolne kapitalske trge, se večina argumentov proti teoriji nepomembnosti osredotoča na nepopolnosti. Nekateri avtorji, kot so Lease, Kose, Avner, Loewenstein in Oded (2000, str. 1–219) ter Baker, Powell in Veit (2002, str. 241–261), razvrščajo nepopolnosti v dve skupini: velike tri in male tri. Velike tri so davki, signaliziranje ali asimetrija informacij ter stroški agentov. Male tri pa so transakcijski stroški, stroški izdaje vrednostnih papirjev ter vedenjski vplivi. Zanimivo, Modigliani in Miller sta v času njunega dela verjela, da je dividendna politika resnično nepomembna, tudi če upoštevamo nepopolnosti. Drugi raziskovalci na tem področju pa so za razliko od njiju v nepopolnostih videli večji pomen. V nadaljevanju je predstavljen pregled, kako lahko večje nepopolnosti vplivajo na rezultate Millerja in Modiglianija, saj je ravno odsotnost nepopolnosti ključno pri postavljanju teorije nepomembnosti.

2.2.1 Davki

Davki so med prvimi pri nepopolnostih, ki jih je potrebno raziskati. Miller in Modigliani (1961, str. 432) sta omenila ta vir v njunem raziskovalnem delu kot »nedvomno največjo sistematično nepopolnost na trgu«. Ker so dividende tradicionalno bolj obdavčene kot kapitalski dobički, bi morala podjetja, ki izplačujejo nižje dividende, kotirati s premijo. Vendar sta Miller in Modigliani zavrgla to nepopolnost s sklicevanjem na nematerialne razlike v davčnih stopnjah, na strm porast lastniškega deleža vlagateljev brez davčnih razlik (kot so npr. dobrodne ustanove, fundacije in upokojeanci z nizkim dohodkom) ter na dejstvo, da je večina predhodnih raziskovalcev verjela, da bi morala podjetja z visokimi dividendami kotirati s premijo in ne z diskontom.

Kmalu za tem sta Modigliani in Miller (1963, str. 433–443) spremenila svoje prepričanje glede vloge obdavčitve pri teoriji nepomembnosti kapitalne strukture z argumentiranjem, da bi v primeru upoštevanja davka na dobiček podjetja morala preferirati kapitalno strukturo, ki je stodontno dolžniška. Vendar Farrar in Selwyn (1967, str. 444–454) in Brennan (1970, str. 407–416) opažajo, da različna obravnava davkov pri pravnih in fizičnih osebah spremeni zaključek Modiglianija in Millerja. Farrar in Selwyn trdita, da z višjimi davki na osebni dohodek kot na kapitalne dobičke obstaja optimalna dividendna politika: vsa podjetja bi morala imeti ničelno dividendno politiko. Brennan pride do enakega zaključka ter implicitno zagovarja večje odkupe delnic. V svoji izjavi (str. 424) poskuša združiti optimalno politiko ničelnih dividend z opažanjem, da večina podjetij dejansko izplačuje redne dividende: "Izplačevanje dividend je mogoče pojasniti s predpostavko, da podjetja izplačujejo dividende kot alternativo odkupom delnic zaradi vpliva dejanskih ali navideznih omejitev pri odkupih delnic."

Veliko študij testira empirične implikacije Farrarja in Selwyna (1967, str. 444–454) ter Brennana (1970, str. 407–416) s hkratnim preučevanjem dividend, davkov in donosnosti delnic. Black in Scholes (1974, str. 1–22) nista našla pomembne povezave med izplačanimi dividendami in ceno delnic ter sta s tem podprla teorijo nepomembnosti. Po mnenju Millerja in Scholesa (1978, str. 333–364) to odkritje ne podpira niti splošnega pogleda, da trg preferira dividende, niti nasprotnega pogleda, da bi delnice, ki izplačujejo dividende, morale trgovati s premijo kot kompenzacija za davčne penale na dividendni prihodek.

2.2.2 Asimetrija informacij

Rigorozna teoretična obravnava asimetrije informacij se je pričela z Bhattacharyo (1979, str. 259–270), ki si je predstavljal okolje, v katerem imajo zunanji vlagatelji nepopolne informacije o prihodnjem denarnem toku podjetja ter v katerem obdavčitev dividend predstavlja slabost delnic. Po tej teoriji izplačevanje dividend podjetje stane in potemtakem lahko služi kot signal za pričakovani denarni tok. Nadalje, Myers in Majluf (1984, str. 187–221) v njunem priznanem delu v povezavi z vedenjem podjetij pri financiranju poslovanja

postavita tezo, da dividende lahko pomagajo pri prenosu informacij od menedžmenta na trg vlagateljev.

John in Williams (1985, str. 1053–1070) v svojem delu predstavita razloge za signaliziranje. Avtorja predpostavljata, da obdavčitev dividend predstavlja slabost delnic ter da zunanji vlagatelji lahko brezplačno dobijo finančne informacije podjetja s pregledovanjem revidiranih finančni izkazov. Ti finančni izkazi ne zagotavljajo popolnih informacij o proizvodni tehnologiji. Notranji lastniki lahko v celoti sporočajo te informacije le preko dividend ali izdaje novih delnic. V času pričakovanih dobrih poslovnih rezultatov podjetja večinski delničarji, ki si takrat ne želijo zmanjšanja svojega lastniškega deleža, preferirajo izplačilo dividend. Zunanji vlagatelji prepoznajo signalno moč dividend ter ponudijo višjo ceno za delnice podjetja. Zvišanje cene delnice kompenzira davčno slabost dividende za delničarje podjetja ter hkrati ohranja nespremenjeno strukturo lastništva.

Največja težava z argumenti signaliziranja je ugotavljanje, kaj pravzaprav je signal. Večina študij, ki raziskuje signaliziranje, predpostavlja, da povečanje dividende ali najava povečanja služi kot smernica za prihodnjo rast dobičkov. Avtorja Asquith in Mullins (1983, str. 77–96) sta ugotovila, da se cena delnice v povprečju poveča za tri odstotke po objavi novice o začetku izplačevanja dividend. Na žalost je praksa, povezana s signaliziranjem, mešana. Čeprav precej študij, kot je denimo Brickleyeva (1983, str. 187–209), podpira signaliziranje dividend, pa večina praktičnih raziskav nasprotuje signaliziranju dividend. Chen, Firth in Gao (2002, str. 101–124) prikažejo pomanjkanje podpore signaliziranju na vzorcu kitajskih podjetij. Posledično je pozitiven učinek najave dividendnega povečanja na porast cene delnice po vsej verjetnosti povezan z drugimi razlogi kot tem, da dividende signalizirajo prihodnje povečanje denarnih tokov ali dobičkov.

Čeprav je malo empiričnih dokazov, ki podpirajo signaliziranje, Ang (1987, str. 1–68) preučuje signaliziranje na teoretičnem nivoju. Eden izmed zaključkov avtorja je, da so dividende predrage glede na moč njihovega signala. Podjetja lahko za ta namen enako učinkovito uporabljajo cenejše oblike signaliziranja. Ang (1987, str. 40) tudi zaključi, da signaliziranje predstavlja »problem odgovornosti«. Menedžerji bi namreč morali nositi ceno napačnega signaliziranja, vendar jo na žalost velikokrat prav delničarji.

2.2.3 Stroški agentov ali teorija prostega denarnega toka

Predhodnik sodobne teorije prostega denarnega toka je tradicionalna teorija ostankov dividend, ki prikazuje, da je znesek dividend preprosto le ostanek investicijskih odločitev podjetja. Z drugimi besedami, podjetje bi moralo izplačati kot dividende vsak presežek denarja, ki ostane po financiranju projektov s pozitivno neto sedanjo vrednostjo. Posledično iz teorije izhaja, da bi delež izplačanih dividend, ki je povezan z investicijskimi potrebami podjetja, moral v določeni meri nihati iz leta v leto, vendar v praksi veliko podjetij poizkuša obdržati stabilno dividendno politiko. Gleda na teorijo ostankov bi morala cena delnice

upasti s povečanjem dividend, saj takšna situacija nakazuje omejene investicijske priložnosti. Nasprotno, cena delnice bi morala porasti, ko podjetje zniža svojo dividendo, kar nakazuje povečano dostopnost dobičkonosnih investicijskih priložnosti. Ta empirična predvidevanja so nasprotna dogajanju v praksi (Baker, 2009, str. 145).

Bolj sodobna verzija teorije prostega denarnega toka predpostavlja, da podjetja plačujejo dividende z namenom premagovanja težav agentov. Odraž takega stanja je primer, ko imajo menedžerji na voljo visok denarni tok, vendar omejene investicijske priložnosti za ta razpoložljiva sredstva. Richardson (2006, str. 159–189) dokaže, da se prekomerno investiranje pojavi v podjetjih z visokim nivojem prostega denarnega toka. Menedžerji z osebnim interesom bodo naklonjeni investiranju presežkov denarnih sredstev v aktivnosti, ki lahko znižujejo vrednost podjetja. Te aktivnosti se razprostirajo od ugodnosti za zaposlene do neupravičenih prevzemov in širitev. Raziskovalci zato pogosto imenujejo takšen scenarij problem prekomernega investiranja. Možna rešitev problema je zmanjšanje nenujnih denarnih sredstev, dostopnih menedžerjem. Kot glavni zagovornik teorije prostega denarnega toka Jensen (1986, str. 323–329) nakazuje, da je izplačilo dividend ena izmed oblik za doseg tega cilja. Grossman in Hart (1980, str. 42–54) ter Easterbrook (1984, str. 650–659) podajajo podobne argumente.

Jensen (1986, str. 323–329) meni, da imajo menedžerji željo širjenja podjetja čez optimalno velikost, saj večja velikost pomeni povečan vir sredstev pod njihovim nadzorom ter višjo kompenzacijo. Ta motiv za lastno korist lahko povzroči, da menedžerji investirajo v projekte, ki znižujejo vrednost podjetja ali celo takšne z negativno neto sedanjo vrednostjo. Ker menedžerji neradi iščejo zunanja sredstva za financiranje takšnih projektov z negativno neto sedanjo vrednostjo, se z namenom izogibanja nadzora s strani trga raje zanašajo na notranja sredstva v podjetju. Prisotnost precejšnega prostega denarnega toka tako dovoljuje menedžerjem prekomerno investiranje. Vlagatelji se zavedajo tega problema agentov ter na novice o višji dividendi odreagirajo pozitivno, s tem namreč postane potencial za prekomerno investiranje manjši. Najpomembnejši zaključek teorije prostega denarnega toka je, da bi moralo višje denarno izplačilo (npr. prvo izplačilo dividend ali dvig dividende) povečati vrednost podjetja s tem, ko se zmanjša potencial problema prekomernega investiranja. Podobno bi moralo znižanje dividende izzvati negativno reakcijo na borznem trgu.

2.2.4 Učinek strank

Med manjšimi nepopolnostmi je morda učinek strank med najbolj opaznimi. Nekatere skupine vlagateljev zahtevajo izplačilo dividend, zato posamezna podjetja prilagodijo svoje dividendne politike in s tem ustrezajo različnim vrstam vlagateljev.

Miller in Modigliani (1961, str. 411–433) sta prepoznala možnost učinka strank. Avtorja navajata (str. 431): »Vsaka gospodarska družba je usmerjena h »klienteli«, ki jo sestavljajo

vlagatelji, ki imajo raje določen delež izplačanih dividend kot dobiček posameznega podjetja.« Miller in Modigliani sta zmanjševala pomen takšnih učinkov s tem, da sta trdila, da se vrednotenje podjetja ne spremeni kljub različnim vrstam skupin vlagateljev.

Ne glede na prepričanje Millerja in Modiglianija lahko učinek strank na različne načine vpliva na povpraševanje vlagateljev po dividendah. Kot opažata Shefrin in Statman (1984, str. 253—282), lahko vlagatelji preferirajo dividende v denarju iz psiholoških razlogov. Nadalje, Allen, Bernardo in Welch (2000, str. 2499–2536) poročajo, da lahko obstajajo davčno povezane klientele.

Baker in Wurgler (2004b, str. 271–288) sta še nadalje razvila vedenjsko teorijo, delo Shefrina in Statmana (1984, str. 253–282). Razvila sta teorijo streženja dividend, pri kateri menedžerji izplačujejo višje dividende, ko verjamejo, da vlagatelji dajejo premijo na ceno delnic podjetij z visoko dividendo. Baker in Wurgler (str. 1126) zaključita: »Rezultati kažejo, da so dividende zelo pomembne za ceno delnice, vendar v različnih smereh v različnih časovnih obdobjih.« Kot pri večini preučevanj vedenja vlagateljev so njihuni zaključki kontroverzni, saj sta pri tem izpustila standardno predpostavko učinkovitosti trga.

Učinki strank ne zavračajo nujno teorije nepomembnosti. V najmanj dveh scenarijih nepomembnost dividend lahko še vedno drži. V prvem scenariju je agregatno število vlagateljev, ki preferirajo določeno dividendno politiko, konstantno. Ko je enkrat dosežena ravnovesna distribucija podjetij in strank, podjetje, ki prilagodi dividendno politiko, s tem ne bo spremenilo distribucije ali cene delnice. V drugem scenariju so na trgu prisotni šoki, kot je na primer sprememba davčne zakonodaje. Takšen šok bo povečal povpraševanje pri eni vrsti strank, ki bo povpraševala po podjetjih s preferirano dividendno politiko. Druga podjetja bodo opazila povečano povpraševanje strank ter se tudi sama odzvala s primernim povečanjem svojih dividend. Takšne prilagoditve ponovno vzpostavijo cenovno ravnovesje.

3 TUJE EMPIRIČNE RAZISKAVE DIVIDENDNIH POLITIK

3.1 Raziskave politike dividend

Zanimanje za anketne raziskave podjetniških financ datira več kot 60 let v preteklost, ko so se raziskovalci trudili bolje razumeti menedžersko odločanje. Ankete morda nudijo največjo dodano vrednost na področju preučevanja menedžerskih odločitev, kjer teoretične in empirične raziskave niso obrodile zadovoljivih rezultatov. V takšnih primerih ankete lahko ponudijo boljše razumevanje sivega področja, kjer se teorija sreča s prakso.

Dividendna politika predstavlja posebej zanimivo področje za anketne raziskave. Ali menedžerji verjamejo, da dividendna politika vpliva na vrednost podjetja? V primeru, da verjamejo, kateri dejavniki po njihovem mnenju določajo optimalno dividendno politiko

glede deleža izplačanih dividend podjetja? Ta vprašanja so begala raziskovalce in menedžerje podjetij več desetletij. Splošno prepričanje pred delom Millerja in Modiglianija (1961, str. 411–433) je bilo, da višji deleži izplačanih dividend vodijo do višjih vrednotenj delnic. Graham in Dodd (1951, str. 1–894) ter Gordon (1959, str. 99–105) so predstavili argumente, da ima povišanje deleža izplačanih dividend vpliv na povišanje cene delnice ter znižanje stroškov kapitala podjetja.

Nekaj let pozneje sta Miller in Modigliani (1961, str. 411–433) predstavila prepričljiv in splošno sprejet argument, da je v svetu s popolnimi kapitalskimi trgi dividendna politika nepomembna. V takšnem svetu podjetje s povišanjem deleža izplačanih dividend ne more povišati cene delnice. Medtem ko so nekateri drugi avtorji, vključujoč Blumeja (1980, str. 567–577), Litzenbergerja in Ramaswamyja (1982, str. 429–443) ter Anga in Petersona (1985, str. 537–548), trdili, da imajo delnice z visokim deležem izplačanih dividend višje stroške kapitala ter posledično nižjo ceno. Pomanjkanje konsenza med različnimi raziskovalci je vodilo Blacka (1976, str. 5) do zaključka, da »bolj kot se trudimo gledati v sliko dividend, bolj je videti kot sestavljanje, katere delčki ne spadajo skupaj.«

Obsežen del teoretičnih in praktičnih raziskav se osredotoča na to dividendno uganko. Te raziskave poskušajo pojasniti, zakaj bi dividende lahko bile pomembne v svetu davkov, asimetrije informacij ter transakcijskih stroškov in stroškov agentov. Raziskovalci na področju dividendne politike so naredili napredek k boljšemu razumevanju različnih delčkov te uganke. Vendar, kot ugotavljajo Baker, Powell in Veit (2002, str. 255): »Kljub obsežnemu gradivu raziskav še vedno nimamo odgovora na dividendno uganko«. Menedžerji so prepuščeni splošnim ter občasno konfliktnim pogledom, ali obstaja optimalen delež izplačanih dividend, kot tudi glede vprašanja, kateri dejavniki so najbolj pomembni pri določitvi tega deleža. Na srečo je anketno raziskovanje postreglo s pomembnim vpogledom v dividendno uganko z razsvetlitvijo področja, kako menedžerji gledajo na različne oblike dividendne politike. Anketno raziskovanje je postreglo tudi s pomembnim pogledom, ali je menedžersko mišljenje usklajeno s teoretičnimi razlagami, zakaj podjetja izplačujejo dividende ter glede dejavnikov, ki so pomembni pri določitvi deleža izplačanih dividend.

3.1.1 Lintnerjeva raziskava iz leta 1956

Lintner (1956, str. 97–113) je postavil eno prvih ter najbolj pomembnih anket, ki se osredotoča na poglede menedžerjev glede dividendne politike. Iz začetnega vzorca 600 velikih ter uveljavljenih industrijskih podjetij je Lintner izbral 28 podjetij za nadaljnje poglobljene intervjuje. Za vsako podjetje njegova metoda raziskovalnega dela vključuje poglobljen osebni razgovor z višjimi menedžerji, ki so odgovorni za dividendne odločitve v podjetju. Vzorec tako v večini sestavljajo predsedniki uprav, finančni direktorji ipd. Lintner v anketi poizveduje po njihovem pogledu na 15 spremenljivk, ki jih je sam identificiral skozi finančno literaturo in ki imajo po vsej verjetnosti vpliv na dividendno politiko podjetja,

vključujoč velikost podjetja, kapitalske izdatke, stabilnost dobička ter lastništvo obvladujočih skupin.

Na podlagi teh intervjujev Lintner (1956, str. 97–113) poroča, da menedžerji verjamejo v preference delničarjev do stabilnih dividendnih izplačil, ki izkazujejo stabilnost podjetja in postopno rast poslovanja. Menedžerji tudi verjamejo, da je zniževanje dividend s strani delničarjev skrajno nezaželeno. Posledično, ko narastejo dobički, podjetja ne reagirajo takoj s povečanjem dividend v enakem obsegu, da bi s tem dosegla prejšnji delež izplačanih dividend. Namesto tega menedžerji potrebujejo čas, da ugotovijo vzdržnost povečanih dobičkov. Podjetja imajo zato tendenco do postopnega zviševanja dividend do zastavljenega ciljnega deleža izplačanih dividend ter se s tem izogibajo nenadnim spremembam v dividendi v primeru, da povečanje dobičkov ni trajno.

Na podlagi teh ugotovitev je Lintner (1956, str. 97–113) razvil matematični model, s katerim je skušal pojasniti oblikovanje politike dividend posameznega podjetja, in sicer z enačbo, kjer je sprememba dividende podjetja funkcija ciljnega deleža izplačanih dividend, minus delež izplačanih dividend v predhodnem obdobju, množeno s faktorjem hitrosti prilagoditve. Lintner trdi, da podjetja počasi prilagodijo delež izplačanih dividend proti ciljnemu deležu izplačanih dividend, ki je specifičen za posamezno podjetje.

$$\Delta DIV_{it} = A_i + C_i \times (r_i E_{it} - DIV_{i(t-1)}) + u_{it} \quad (7)$$

Pri tem je:

$\Delta DIV_{i,t}$ – sprememba v dividendi podjetja i (od časa $t-1$ do t),

A_i – konstanta,

C_i – hitrost spreminjanja dividende proti željeni višini,

r_i – ciljni delež izplačanega dobička,

E_{it} – dobiček na delnico po davkih v času t ,

$DIV_{i(t-1)}$ – dividenda v prejšnjem obdobju,

u_{it} – napaka.

Ocenil je, da je povprečna hitrost približevanja dividend k željeni višini (C_i) približno 30 odstotkov na leto in da je konstanta A_i v povprečju pozitivna. Slednje je v skladu z ugotovitvijo, da je sprememba dividend načeloma enaka nič ali pozitivna, zelo redko pa negativna. To tudi pomeni, da poslovodstvo podjetja ne znižuje dividend v obdobju, ko se dobički podjetja znižujejo (Lease, Kose, Avner, Loewemstein & Oded, 2000, str. 126). Determinacijski koeficient pri testiranju modela je znašal 0,85, kar pomeni, da je 85 odstotkov spremembe dividend med leti mogoče pojasniti s tem modelom. Model je torej do neke mere uporaben pri določanju prihodnjih dividend na podlagi minulih dividend, ne ponudi pa odgovora na vprašanje, zakaj podjetja sploh izplačujejo dividende.

3.1.2 Ponovitev Lintnerjeve raziskave iz leta 1985

Približno 30 let pozneje so Baker, Farrelly in Edelman (1985, str. 78–84) naredili pomembno anketo, ki ne le preučuje, ali Lintnerjevi rezultati še vedno pojasnjujejo pogled menedžerjev na dividendno politiko, temveč anketa tudi vključuje zadnje teoretične razlage in motive, zakaj podjetja izplačujejo dividende. Avtorji so anketirali finančne direktorje 563 podjetij, uvrščenih na newyorško borzo, ter jih spraševali, katere dejavnike ocenjujejo kot najbolj pomembne pri določanju dividendne politike njihovega podjetja. Baker, Farrelly in Edelman so tudi poskušali bolje razumeti percepcijo teh menedžerjev glede signaliziranja in učinka strank, torej motive, ki se pogosto pojavljajo kot hipoteza v akademski literaturi pri razlagi, zakaj podjetja izplačujejo dividende. Ne nazadnje so Baker, Farrelly in Edelman (1985, str. 78–84) poskušali določiti, ali je pogled menedžerjev glede determinant dividendne politike različen glede na vrsto panoge, v kateri podjetje posluje. Odgovore na vprašanja so lahko proučevali s tem, da so podjetja v vzorcu razdelili na tri panožne skupine: 309 predelovalnih podjetij, 103 veleprodajna in podjetja na drobno in 150 podjetij iz panoge javnih storitev. Z anketo, poslano po pošti vsakemu izmed podjetij, so dobili 318 uporabnih odgovorov, kar predstavlja 56,6-odstotno stopnjo odgovorov.

Prvi del ankete Bakerja, Farrellyja in Edelmana (1985, str. 78–84) vključuje 15 trditev glede pomembnosti dejavnikov, ki jih posamezno podjetje uporablja za določitev lastne dividendne politike. Njihov vprašalnik narekuje anketirancem, naj določijo stopnjo pomembnosti za 15 dejavnikov z uporabo petstopenjske lestvice od 0, ki pomeni »ni pomembno«, do 4 – »zelo pomembno«. Na podlagi povprečja odgovorov za vsako vprašanje so avtorji Baker, Farrelly in Edelman ugotovili, da so najvišje uvrščene determinante dividendne politike; pričakovani nivo bodočih dobičkov podjetja ter vzorec dividend v preteklosti. Te ugotovitve so konsistentne z Lintnerjevimi predhodnimi ugotovitvami. Tretja in četrta najvišje uvrščeni determinanti pri oblikovanju dividendne politike podjetja sta razpoložljivost denarnega toka ter skrb za ohranjanje ali povečanje cene delnice.

Drugi del raziskave Bakerja, Farrellyja in Edelmana (1985, str. 78–84) sestavlja 18 trditev glede teoretičnega dela glede dividende politike podjetja. Anketa tudi narekuje anketirancem, naj določijo svoje splošno mnenje za posamezno trditev na podlagi sedmih vrednosti lestvice strinjanja oziroma nestrinjanja, od –3, ki predstavlja »močno nestrinjanje«, do 3, ki predstavlja »močno strinjanje«. Dve od najvišje uvrščenih izjav sta, da se podjetja morajo izogibati spremembi stopnje dividend, katero bi bilo potrebno kmalu korigirati na staro raven, ter da se morajo podjetja truditi za ohranjanje nemotenega toka dividendnih plačil. Raziskava Bakerja, Farrellyja in Edelmana tudi kaže, da se anketiranci načeloma strinjajo, da podjetje mora imeti ciljni delež izplačanih dividend ter da mora periodično prilagajati delež izplačanih dividend k ciljnemu. Ponovno, ti rezultati močno podpirajo predhodne izsledke Lintnerjeve raziskave iz leta 1956.

Baker, Farrelly in Edelman (1985, str. 78–84) pa so našli le malo nasprotujočih zaključkov v primerjavi z Lintnerjem (1956, str. 97–113). Kot primer, Lintner navaja, da se menedžerji osredotočajo na spremembo trenutnega deleža izplačanih dividend ter ne na vrednostni znesek ter da imajo investicijske priložnosti načeloma majhen vpliv na spremembo vzorca vedenja v povezavi z dividendami. V anketi Bakerja, Farrellyja in Edelmana (1985, str. 78–84) menedžerji nimajo trdnega mnenja v povezavi z omenjenima dejavnikoma.

Drugi cilj študije Bakerja, Farrellyja in Edelmana (1985, str. 78–84) je spoznati mnenje menedžerjev glede več pomembnih teoretičnih vprašanj. Avtorji poročajo, da so menedžerji prepričani, da ima delež izplačanih dividend vpliv na ceno navadnih delnic, izid, ki ne podpira hipoteze Millerja in Modiglianija (1961, str. 411–433), da dividendna politika nima vpliva na vrednost podjetja v svetu popolnih kapitalskih trgov. Ti rezultati bi bili konsistentni v primeru, da tržne nepopolnosti preko dividendne politike vplivajo na vrednost podjetja. Ena izmed takšnih nepopolnosti je asimetrija informacij med menedžerji in zunanjimi vlagatelji, kar lahko daje pobudo menedžerjem, da signalizirajo informacije zunanjim vlagateljem preko določenih dejanj, kot je na primer nepričakovani dvig dividende. Menedžerji lahko uporabijo dividende za signaliziranje zunanjim vlagateljem, da imajo dobre notranje informacije glede prihodnjega poslovanja podjetja, zlasti prepričanja, da bo prihodnji denarni tok dovolj visok za ohranitev povečane dividende.

Avtorji Baker, Farrelly in Edelman (1985, str. 78–84) so dobili precej močno podporo pri uporabi dividend za signaliziranje. Ugotavljajo, da se menedžerji strinjajo, da so izplačila dividend orodje za signaliziranje prihodnjega poslovanja podjetja ter da trg uporablja objave dividend kot informacijo za vrednotenje delnic. Dodatno avtorji poročajo, da se anketiranci strinjajo, da bi podjetja morala vlagateljem v zadostni meri razkriti razloge za spremembe v dividendni politiki. Ti trije rezultati skupaj potrjujejo razlago signaliziranja za izplačevanje dividend.

Baker, Farrelly in Edelman (1985, str. 78–84) tudi preučujejo učinek strank kot razlago za dividendno politiko, pri kateri vlagatelji s podobnimi preferencami glede izplačila dividend kupujejo delnice, ki zadostijo tem njihovim preferencam ter posledično oblikujejo klientelo za določen delež izplačanih dividend od dobička. Avtorji v raziskavi pridejo do različnih ugotovitev, povezanih z učinkom strank. Njihova raziskava pokaže zlasti, da anketiranci verjamejo, da imajo vlagatelji različno percepcijo glede tveganja, povezanega z dividendami in zadržanimi dobički, ter zato niso indiferentni med dividendami in kapitalskimi dobički. Anketiranci so izrazili le manjše strinjanje z izjavo, da podjetja privabijo le določene delničarje z dividendno politiko, ki je primerna za davčno okolje teh delničarjev. Menedžerji so se le deloma strinjali tudi z izjavo, da bi morali biti dovzetni za dividendne preference svojih delničarjev.

Ne nazadnje Baker, Farrelly in Edelman (1985, str. 78–84) testirajo razlike pri odgovorih med tremi panožnimi skupinami (predelovalna, veleprodaja in prodaja na drobno ter javne

storitve). Med anketiranimi podjetji je delež izplačanih dividend precej višji pri tistih iz panožne skupine javne storitve (70,3 odstotka) kot pri predelovalnih podjetjih (36,1 odstotka). Na podlagi teh razlik v deležu izplačanih dividend rezultat kaže, da se večina odgovorov anketirancev iz panožne skupine javne storitve močno razlikuje glede na preostali panožni skupini. Baker, Farrelly in Edelman so postavili hipotezo, da regulirano okolje, v katerem poslujejo javne storitve, pomaga pri razlagi večine teh razlik, ter zato priporočajo ločitev podjetij iz panožne skupine javnih storitev od nereguliranih podjetij pri preučevanju dividendne politike.

3.2 Anketa podjetij vključenih na New York Stock Exchange

Raziskava Lintnerja (1956, str. 97–113) in Bakerja, Farrellyja in Edelmana (1985, str. 78–84) je postregla z uporabnimi temelji za razumevanje pogleda menedžerjev na dividendno politiko. Z namenom osvežitve teh rezultatov ter ugotavljanja morebitnih sprememb takšnih pogledov zaradi novejših teoretičnih spoznanj o dividendah sta Baker in Powell (1999, str. 17–35) anketirala predsednike uprav 603 podjetij, ki kotirajo na New York Stock Exchange (NYSE) in so vsaj enkrat med letom 1994 in 1995 izplačali dividendo. Tako kot študija Bakerja, Farrellyja in Edelmana (1985, str. 78–84) tudi njun vzorec vključuje tri panožne skupine (predelovalna, veleprodaja in prodaja na drobno ter javne storitve). Njunih 198 zbranih odgovorov predstavlja 32,9-odstotno stopnjo odzivnosti. Anketa vsebuje 26 postavljenih trditev, povezanih z dividendno politiko.

Na vprašanje »Ali menedžerji podjetij verjamejo, da so dividende pomembne?« Baker in Powell (1999, str. 17–35) načeloma ugotavljata, da menedžerji verjamejo, da so dividende pomembne. Konsistentno z Bakerjem, Farrellyjem in Edelmanom (1985, str. 78–84) ta dokaz ne podpira raziskave Millerja in Modiglianija (1961, str. 411–433), ki navaja nepomembnost dividend. Nadalje, večina anketirancev se strinja, da sprememba dividendne politike vpliva tako na vrednost podjetja kot na njegov strošek kapitala. Več kot 90 odstotkov anketiranih menedžerjev se tudi strinja, da optimalna dividendna politika uravnoteži ravnovesje med trenutnimi dividendami in njihovo prihodnjo rastjo, kar maksimizira ceno delnice. Dodatno se menedžerji strinjajo, da morajo podjetja oblikovati dividendno politiko s ciljem kar najbolj povečati vrednost za delničarje. Ti rezultati tudi podpirajo zaključke ankete Bakerja, Farrellyja in Edelmana (1985, str. 78–84).

Baker in Powell (1999, str. 17–35) anketirance tudi sprašujeta »H kakšni razlagi dividend se menedžerji najbolj nagibajo?«. Njuna anketa vključuje štiri možnosti odgovorov za razlago dividendne politike: (1) teorije vrabca v roki, (2) signaliziranje, (3) davčne preference in (4) težave agentov. Na podlagi teh možnosti kaže rezultat ankete v prednost signaliziranje. Dodatno, anketiranci se strinjajo, da vlagatelji v povprečju ne gledajo na spremembo dividende kot na signal glede priložnosti podjetja v prihodnosti, temveč uporabljajo najavo dividende kot informacijo pri vrednotenju delnice podjetja. Anketiranci se tudi strinjajo, da spremembe dividend prinašajo na trg tudi nekatere nepričakovane informacije.

Študija Bakerja in Powella (1999, str. 17–35) kaže na nejasno podporo razlagi vpliva davčnih preferenc na izplačevanje dividend. Anketiranci se načeloma strinjajo, da bi podjetje moralo biti dovzetno za preference svojih delničarjev glede dividend ter da podjetja lahko z dividendnimi politikami privabijo vlagatelje iz določenih davčnih okolij. Vendar menedžerji niso prepričani, da podjetja, ki izplačujejo višje (nižje) dividende, privabijo vlagatelje iz višjih (nižjih) davčnih razredov. Anketiranci niso niti prepričani, ali vlagatelji preferirajo zadržane dobičke pred izplačilom dividend zaradi davčne prednosti kapitalskih dobičkov.

Nadalje, anketa Bakerja in Powella (1999, str. 17–35) kaže na mešano podporo razlagi teorije stroškov agentov. Medtem ko se več kot 90 odstotkov anketiranih strinja, da izplačila dividend silijo podjetje k iskanju zunanjega financiranja ter posledično izpostavljajo podjetje skrbnemu pregledu s strani zunanjih vlagateljev, anketiranci dividendnih izplačil ne jemljejo kot mehanizem spodbujanja menedžerjev k delovanju v interesu zunanjih vlagateljev. Raziskava tudi ne ugotovi nikakršne podpore za razlago teorije »vrabca v roki« pri izplačevanju dividend.

Baker in Powell (1999, str. 17–35) sprašujeta menedžerje »Kako podjetja določijo znesek izplačanih dividend?«. Njuni rezultati se ujemajo z rezultati Lintnerja (1956, str. 97–113). Podrobneje, približno 85 odstotkov vprašanih verjame, da se morajo podjetja izogibati spremembi rednih dividend v primeru, da bi jih menedžerji morali v roku enega leta vrniti na prvotni nivo. Približno 75 odstotkov anketiranih se strinja, da se morajo podjetja truditi obdržati nespremenjene ali pa rahlo naraščajoče dividende ter ohraniti nemoten potek dividendnih izplačil.

Nazadnje, avtorja poročata o malo razlikah v odgovorih na različna vprašanja med tremi panožnimi skupinami. Zaključita, da se pogledi menedžerjev ne razlikujejo bistveno glede na vrsto panožne skupine. Takšen pogled se precej razlikuje od prejšnjega zaključka Bakerja, Farrellyja in Edelmana (1985, str. 78–84).

3.3 Anketa podjetij vključenih v borzni indeks NASDAQ

Baker, Veit in Powell (2001, str. 19–38) so preučevali dejavnike, ki vplivajo na dividendno politiko podjetij, vključenih v indeks NASDAQ. Z uporabo anketnega vprašalnika so v raziskavo vključili predsednike uprav 630 podjetij, ki so izplačevala dividende v vsakem kvartalu med letoma 1996 in 1997. Njihov končni vzorec 188 podjetij predstavlja 29,8-odstotno stopnjo odgovorov.

Glavna ugotovitev je, da so štiri najvišje uvrščeni dejavniki, ki vplivajo na sprejemanje dividendnih odločitev (1) vzorec preteklih dividend, (2) stabilnost dobička, (3) nivo trenutnega dobička in (4) nivo pričakovanih prihodnjih dobičkov. Ta rezultat kaže, da menedžerji podjetij iz indeksa NASDAQ izpostavljajo enake dejavnike glede dividendne

politike kot menedžerji v raziskavi Bakerja, Farrellyja in Edelmana (1985, str. 78–84) ter Bakerja in Powella (1999, str. 17–35).

3.4 Dividendne politike evropskih podjetij

Prva večja študija, ki preučuje dividendne politike po posameznih državah po svetu, je delo La Porte, Lopeza de Silanesa, Shleiferja in Vishnyja (2000, str. 1–33). Glede na njihov teoretski model agentov dividende obstajajo z namenom, da premagujejo težave agentov, saj vlagatelji v državah z dobrim pravnim varstvom uporabljajo svojo pravico do dividend zlasti, ko so priložnosti za reinvestiranje dobičkov slabe. Avtorji so prišli do zaključka, da je delež izplačanih dividend bistveno višji v državah s precedenčnim pravom, kjer je varovanje vlagateljev tipično boljše kot v državah s civilnim pravom.

Številni avtorji zaključijo, da je korporativno upravljanje podjetja ključno pri opredelitvi njegove dividendne politike. Korporativno upravljanje evropskih podjetij ima kar nekaj značilnosti, ki se razlikujejo glede na prakso v Severni Ameriki in ki lahko vplivajo na dividendno politiko evropskih družb. Kot prvo, koncentracija delničarjev je veliko večja v Evropi kot v ZDA. Becht in Roell (1999, str. 1051) navajata: »Najbolj očitno dejstvo glede deležev lastnikov v Evropi je, da so ti precej višji kot v ZDA.« Relativno veliki lastniški deleži v Evropi kažejo na to, da imajo evropska podjetja različen izvor konfliktov agentov, predvsem med velikimi in malimi lastniki (Gugler & Yurtoglu, 2003, str. 731–758). Kot drugo, evropski delavci in evropske banke imajo veliko večji vpliv na vodenje podjetja, kot ga imajo v ZDA (Cunningham, 1999, str. 133–1194). Kot zadnje, nekatere evropske države, kot je denimo Grčija, imajo zakonske dividendne zahteve (La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer & Vishny 2000, str. 1–33).

Te razlike med državami pomenijo, da zaključki iz študij dividendnih politik v Severni Ameriki morda ne veljajo za evropska podjetja. Avtorji Goergen, Renneboog in Correia Da Silva (2005, str. 375–399) ugotavljajo, da imajo nemška podjetja bolj fleksibilno dividendno politiko kot ameriška podjetja. Avtorji tudi navajajo, da so se podjetja pod nadzorom bank prej pripravljena izogniti plačilu dividend kot pa podjetja, ki jih nadzorujejo drugi delničarji. Podobno tudi Gugler (2003, str. 1297–1321) pride do ugotovitve o povezavi med dividendno politiko in upravljanjem podjetja.

V tem delu povzemam evolucijo evropskih dividendnih politik od leta 1994 do 2006 ter primerjavo vzorcev deleža izplačanih dividend med različnimi državami in panogami. Raziskava preučuje tudi, ali ključni trendi, opredeljeni v študijah v ZDA, vključujoč padajoči delež plačnikov dividend (Fama & French, 2001, str. 3–43), koncentracijo dividend med nekaj podjetji (DeAngelo, DeAngelo & Skinner 2004, str. 425–456) ter pojavljanje dividend v zadnjih letih (Julio & Ikenberry 2005, str. 1–33), veljajo tudi za evropska podjetja.

Proučevanje dividendne politike se osredotoča na evropska podjetja, ki pripadajo evropskemu indeksu velikih podjetij v Datastreamu v obdobju 1994–2006 (Baker, 2009, str. 72–80). Ta vzorec omogoča meddržavno primerjavo z minimiziranjem razlik na ravni podjetja, kot je denimo velikost podjetja, ki vpliva na dividendno politiko. Vzorec vključuje tudi podjetja iz panoge javna oskrba in banke, saj praksa v ZDA kaže, da ti sektorji, v nasprotju z industrijskimi podjetji, izkazujejo večjo naklonjenost plačevanju dividend (DeAngelo, DeAngelo & Skinner 2004, str. 425–456).

Evropski borzni indeks velikih podjetij v Datastreamu je v letu 2006 sestavljalo 2.036 kotirajočih družb iz 22 evropskih držav. Število podjetij narašča v času, kar odraža naraščajoče število novouvršenih podjetij na borzo v Evropi. Število podjetij v vzorcu raste od 1.106 v letu 1994 do 1.464 v letu 1997, 1.754 v letu 2000 in 1.923 v letu 2003. Drugi podatki, izbrani v Datastreamu, vključujejo število podjetij, ki plačujejo dividende, deleže izplačanih dividend, sektorje, tržno kapitalizacijo in državo, v kateri je podjetje registrirano (Baker, 2009, str. 72–80).

Geografska razdelitev podjetij v vzorcu iz leta 2006 je naslednja: Velika Britanija predstavlja največji delež podjetij (21,6 odstotka), sledi Nemčija (11,8 odstotka), Francija (8,2 odstotka), Italija (7,8 odstotka), Švica (7,2 odstotka) in Nizozemska (5,7 odstotka). Drugih pet držav s civilnim pravom (Belgija, Španija, Grčija, Portugalska in Turčija) predstavlja približno 17 odstotkov v vzorcu. Štiri vzhodnoevropske države (Češka, Madžarska, Poljska in Rusija) predstavljajo približno 6 odstotkov v vzorcu. Tri preostale države (Avstrija, Luksemburg in Irska) pa skupaj štejejo približno 5 odstotkov v celotnem vzorcu podjetij (Baker, 2009, str. 74).

3.4.1 Delež podjetij, ki izplačujejo dividende

Iz tabele 2, ki prikazuje delež podjetij v vzorcu, ki izplačujejo dividende, je razvidno upadanje deleža plačnikov dividend. Delež podjetij, ki izplačujejo dividende, pade z 85,5 odstotka v letu 1994 na 73,0 odstotkov v letu 2003 ter nato poraste na 77,4 v letu 2006. Ta vzorec vračanja dividend je podoben temu, kar opažata Julio in Ikenberry (2005, str. 1–33). Avtorja pokažeta, da se je delež industrijskih podjetij v ZDA, ki izplačujejo dividende, od leta 2001 povečal za 5 odstotkov. Porast v Evropi je sicer lahko povezan tudi z dobrimi ekonomskimi razmerami ter višjo povprečno donosnostjo evropskih podjetij v letih 2005 in 2006. Avtorja zaključita, da ni povsem jasno, ali je ponovno pojavljanje dividend posledica novega trenda ali pa gre zgolj za začasen pojav.

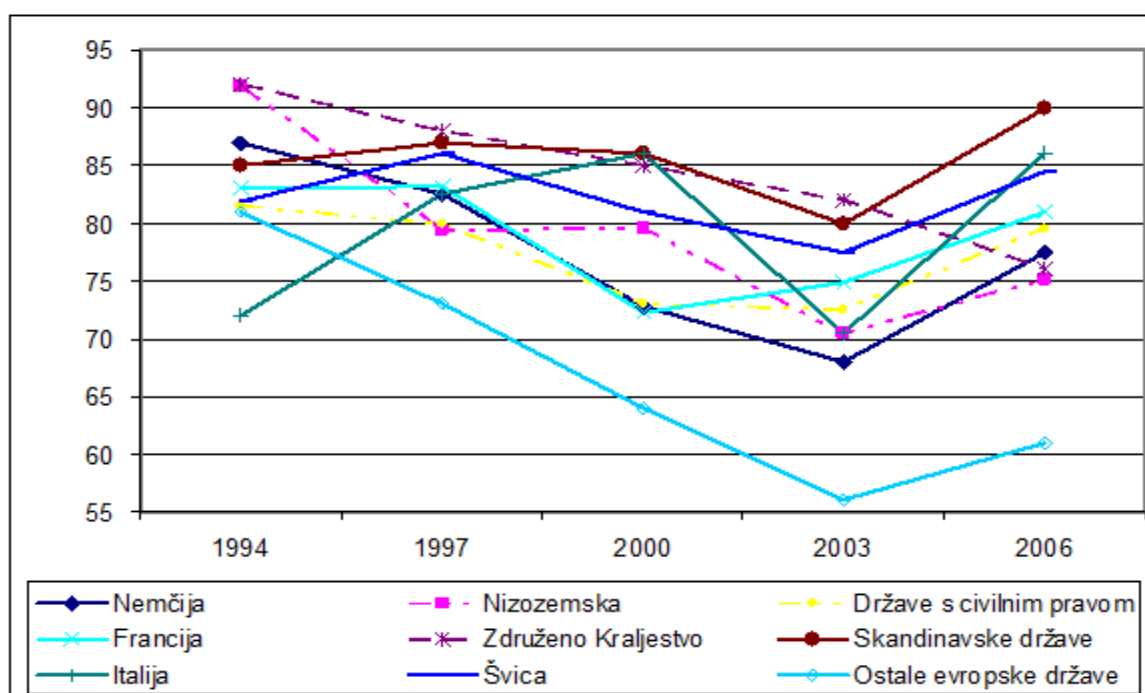
Tabela 2: Podjetja, ki izplačujejo dividende v Evropi (v %)

| Vrsta podjetja | 1994 | 1997 | 2000 | 2003 | 2006 |
|---------------------|------|------|------|------|------|
| Neplačniki dividend | 14,5 | 16,1 | 21,3 | 27,0 | 22,6 |
| Plačniki dividend | 85,5 | 83,9 | 78,7 | 73,0 | 77,4 |

Vir: Baker (2009, str. 74).

Slika 1 prikazuje delež podjetij, ki izplačujejo dividende, za šest največjih evropskih gospodarstev v vzorcu (Združeno kraljestvo, Nemčija, Francija, Italija, Švica in Nizozemska). Vse izmed šestih držav prikazujejo padajoči delež podjetij, ki izplačujejo dividende, čeprav obstajajo nekatere razlike med državami. Združeno kraljestvo prikazuje neprestan padajoči trend v proučevanem obdobju, z 91,4 odstotka v letu 1994 na 72,7 odstotka v letu 2006. Nizozemska ima najbolj strm upad, z 91,1 odstotka v letu 1994 na 70,6 odstotka v letu 2003, vendar je ta delež porasel na 75,4 odstotka v letu 2006. Italija ima rastoč trend v dividendah od leta 1994 (71,3 odstotka) in do leta 2006 (86,1 odstotka), razen padca na 70,9 odstotka leta 2003.

Slika 1: Delež podjetij, ki izplačujejo dividende (v %)



Vir: Baker (2009, str. 75).

Slika 1 primerja tudi naklonjenost do izplačila dividend v preostalih državah, ki so razdeljene na tri večje skupine. Države s civilnim pravom (Belgija, Španija, Grčija, Portugalska in Turčija) prikazujejo podoben trend: padec deleža podjetij, ki izplačujejo dividende, z več kot 81,3 odstotka v letu 1994 na 72,2 odstotka v letu 2003 ter porast na 79,2 v letu 2006.

Skandinavske države (Danska, Finska, Norveška in Švedska) prikazujejo rahlo naraščajoč trend izplačevanja dividend, z 85,2 odstotka leta 1994 na 90,1 odstotka v letu 2006, razen padca na 80,1 odstotka v letu 2003. Preostalih sedem evropskih držav v skupini »Ostale države« (Irska, Luksemburg, Avstrija, Češka, Madžarska, Poljska in Rusija) ima največji padec, z 80,6 odstotka na 55,9 odstotka v letu 2003. Novouvrščene družbe v Vzhodni Evropi lahko pojasnijo ta padec, saj predstavljajo več kot polovico vzorca analiziranih podjetij. Gledano v celoti je pregled dividend v Evropi konsistenten z ZDA, kjer sta ga opravila Fama in French (2001, str. 3–43) in ugotovila, da se je delež podjetij, ki izplačujejo dividende, s časom zmanjšal.

3.4.2 Deleži izplačanih dividend po državah

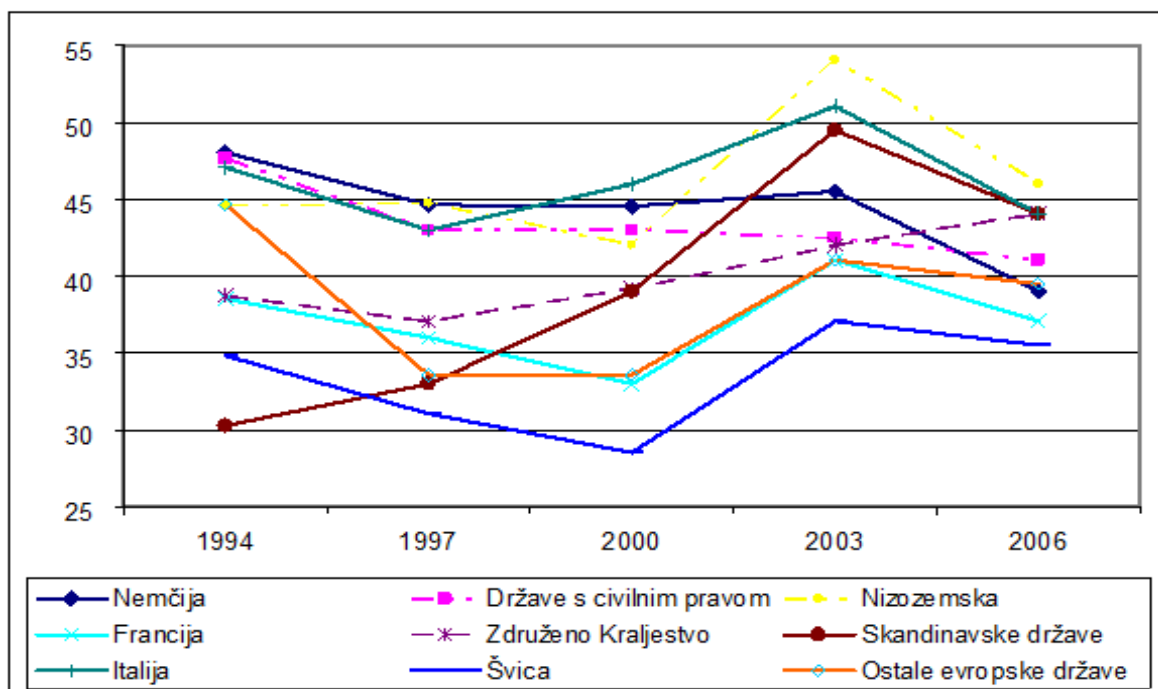
Priloga 2 prikazuje povprečen delež izplačanih dividend od dobička po državah v letih 1994, 1997, 2000, 2003 in 2006 za vsa podjetja v vzorcu ter za tista podjetja, ki so izplačevala dividende. Povprečni deleži izplačanih dividend za obe skupini ostajajo relativno stabilni med letoma 1994 in 2006. Povprečni delež izplačanih dividend za podjetja, ki izplačujejo dividende, je podoben med večjimi evropskimi državami ter se giblje med 37,1 odstotka in 43,2 odstotka. Ta delež se močno razlikuje med ostalimi državami; najnižji je v Rusiji (16,9 odstotka), najvišji pa na Finskem (45,2 odstotka). Med podjetji, ki so plačniki dividend, imajo češka in finska podjetja najvišji delež izplačanih dividend (63,0 odstotkov in 47,8 odstotka), medtem ko imajo ruska podjetja najnižji povprečni delež izplačanih dividend (19,9 odstotka v obdobju 1997–2006). Trend v deležu izplačanih dobičkov se močno razlikuje med posameznimi državami. Na primer, podjetja iz Nemčije izkazujejo neprekinjen padec v deležu izplačanih dividend (vsa podjetja), z 41,8 odstotka v letu 1994 na 30,6 odstotka v letu 2006, medtem ko Finska (vsa podjetja) beleži strm rastoči trend deleža izplačanih dividend z manj kot 26,3 odstotka v letu 1994 na 59,1 odstotka leta 2003 ter 57,1 odstotka leta 2006 (Baker, 2009, str. 76).

Slika 2 primerja povprečni delež izplačanih dividend za podjetja, ki izplačujejo dividende, med šestimi državami v vzorcu. Podjetja iz Združenega kraljestva kažejo na rahlo pozitivni trend v deležu izplačanih dividend, z 38,5 odstotka v letu 1994 na 43,4 odstotka v letu 2006, kljub manjšemu deležu plačnikov dividend. Nemška podjetja po drugi strani prikazujejo padajoč delež izplačanih dividend, z 47,9 odstotka leta 1994 na 39,6 odstotka v letu 2006. Švica ima najnižji delež izplačanih dividend med šestimi državami (33,5 odstotka), z malo spremembami v obravnavanem obdobju. Druge evropske države s civilnim pravom ravno tako beležijo padajoči trend deležev izplačanih dividend, medtem ko skandinavske države prikazujejo rastoči trend, z 30,4 odstotka leta 1994 na 43,3 odstotka v letu 2006.

Več dejavnikov lahko pojasni te razlike med evropskimi državami, kot na primer struktura lastnikov podjetja ali pa sektorska specializiranost podjetij, ki se lahko razlikuje med posameznimi državami, ali pa dejavniki, povezani z velikostjo države. Deleži izplačanih dividend so ciklični in se spreminjajo glede na ekonomske razmere. Kot primer, deleži

izplačanih dividend podjetij, ki izplačujejo dividende, so v porastu leta 2003 (43,9 odstotka) in ne denimo leta 2000 (39,1 odstotka) ali pa leta 2006 (41,0 odstotkov), kar odraža naravno rast deležev izplačanih dividend v recesijskem obdobju (v letih 2001 in 2002) ter padec v obdobju močne gospodarske rasti (v letih 2004 in 2005).

Slika 2: Deleži izplačanih dividend po državah (v %)



Vir: Baker (2009, str. 77).

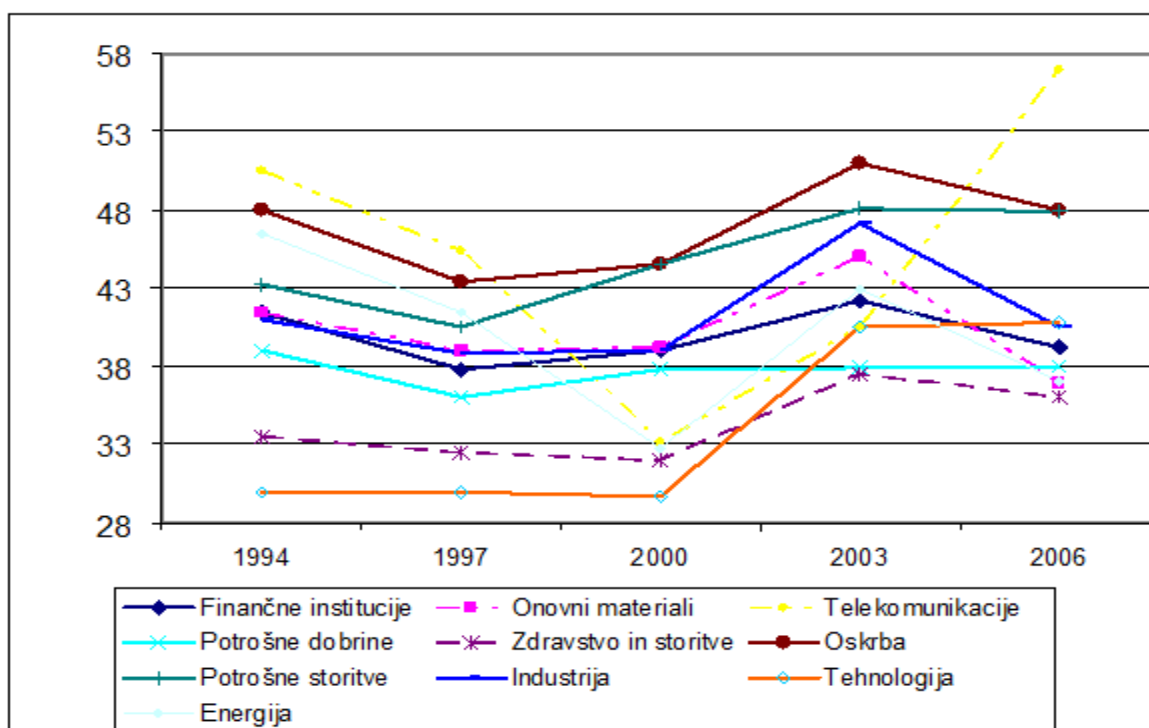
3.4.3 Deleži izplačanih dividend po panogah

Razlika med deležem izplačanih dividend med panogami je pričakovano precejšnja ter se giblje med 4 odstotki (investicijske storitve) in 54,4 odstotka (tobačna industrija) v letu 2006. Priloga 3 prikazuje delež izplačanih dividend podjetij glede na panogo. Tobačna industrija (povprečni delež izplačanih dividend med letoma 1994 in 2006) ter javna oskrba (elektrika ter plin, voda in druga javna oskrba s povprečnim deležem izplačanih dividend 47,5 odstotka in 45,7 odstotka) imata najvišji delež izplačanih dividend. Ta podjetja ustvarijo precejšnji denarni tok ter ne potrebujejo toliko reinvestirati v svoje poslovanje v primerjavi z drugimi podjetji iz preostalih panog. Na drugi skrajnosti so visokotehnoška podjetja iz panoge računalniški software in storitve (16,1 odstotka), računalniški hardware in oprema (16,5 odstotka), farmacija in biotehnologija (20,0 odstotkov), ki imajo najnižje deleže izplačanih dividend. Ta podjetja investirajo velik del denarnega toka v raziskave in razvoj ali pa v druga sredstva. Mnoga izmed teh podjetij so na novo uvrščena na borzo in zanja tudi velja, da ne izplačujejo dividend (DeAngelo, DeAngelo & Stulz, 2006, str. 227–354). Kot opažajo Correia da Silva, Goergen in Renneboog (2004, str. 1–185), nekateri dokazi kažejo, da imajo

podjetja v cikličnih panogah nižje povprečne deleže izplačanih dividend, kot je na primer avtomobilska panoga (28,6 odstotka) ali pa panoga naftna oprema in storitev (25,4 odstotka).

Slika 3 prikazuje dinamiko deleža izplačanih dividend za podjetja med posameznimi panogami, ki izplačujejo dividende, med letom 1994 in 2006. Ta slika kaže vpliv ekonomskih in tržnih razmer, kot tudi spremembo značilnosti kotirajočih družb v povezavi z deležem izplačanih dividend. Večina panog kaže padec v deležu izplačanih dividend v obdobju od leta 1994 do 2006, strmo rast v letu 2003, kar kaže na vpliv recesije v letih 2001 in 2002. Podjetja iz panoge javna oskrba imajo konstanten delež izplačanih dividend (48 odstotkov) z nizko nihajnostjo v preučevanem obdobju. Telekomunikacijska panoga ter panoga nafte in plina, po drugi strani, prikazujeta veliko večjo nihajnost v deležu izplačanih dividend. Kot primer, delež izplačanih dividend telekomunikacijskih podjetij se je znižal z 50,7 odstotka v letu 1994 na 33,1 odstotka na višku tehnološkega balona dot-com v letu 2000, ter se nato povišal na 40,8 odstotka ter 56,9 odstotka v letih 2003 in 2006. Delež izplačanih dividend tehnoloških podjetij je ravno tako do leta 2000 ostajal na nivoju 30 odstotkov ter se nato povišal na 41 odstotkov v letih 2003 in 2006.

Slika 3: Deleži izplačanih dividend po panogah (v %)



Vir: Baker (2009, str. 80).

3.4.4 Deleži izplačanih dividend glede na velikost podjetij

Velika podjetja imajo v splošnem lažji dostop do kapitalskih trgov, zato zanje izplačevanje dobičkov ne bi smelo biti problematično. Nadalje, velika podjetja imajo višji delež

institucionalnih vlagateljev, ki lahko pritiskajo na menedžment, da izplača dividende. Glede na navedeno bi lahko pričakovali, da velika podjetja izplačujejo višje dividende. Kot prikazuje tabela 3, je delež izplačanih dividend naraščajoča funkcija velikosti podjetja, merjeno s tržno kapitalizacijo družbe. Vzorec podjetij z veliko tržno kapitalizacijo (več kot 10 milijard evrov) ima najvišji delež izplačanih dividend (39,7 odstotka), medtem ko imajo podjetja s tržno kapitalizacijo, nižjo od 250 milijonov, najnižji delež izplačanih dividend (22,1 odstotka). Ta rezultat je konsistenten z ugotovitvijo avtorjev Correia da Silva, Goergen in Renneboog (2004, str. 1–185) ter von Eije, Henk in Megginson (2008, str. 347–374) za Evropo, ki prikažejo, da so dividende skoncentrirane med dobičkonosnimi evropskimi družbami. Dokazi so podobni tistim za ZDA, ki so jih predstavili DeAngelo, DeAngelo in Skinner (2004, str. 425–456).

Tabela 3: Delež izplačanih dividend glede na velikost podjetja (v letu 2006, v %)

| Tržna kapitalizacija na dan 31. 12. 2006 | Delež izplačanih dividend |
|--|---------------------------|
| Več kot 10 milijard evrov | 39,7 % |
| Nad 1 milijardo do 10 milijard evrov | 35,0 % |
| Nad 250 milijonov do 1 milijarde evrov | 28,6 % |
| Do 250 milijonov evrov | 22,1 % |

Vir: Baker (2009, str. 80).

3.4.5 Primerjava dividende politike med Evropo in ZDA

Von Eije, Henk in Megginson (2008, str. 347–374) so preučevali dividendne politike med letoma 1989 in 2003 za industrijska podjetja 15 evropskih držav, ki so bile maja 2004 članice EU. Avtorji so dokumentirali konstanten padec deleža evropskih podjetij, ki izplačujejo dividende. Z 91 odstotkov v letih 1989 in 1990 na 62 odstotkov leta 2003. Nadalje, avtorji so pokazali, da se je upadanje deleža plačnikov dividend v Evropi začelo precej pozneje kot v ZDA (1990 glede na 1952 v ZDA), vendar je bil v trend v Evropi močnejši, ko se je enkrat pričel. Raziskava avtorjev je pokazala, da so dividende in dobički skoncentrirani enako močno med evropskimi in ameriškimi podjetji. Poleg tega imajo značilnosti podjetij, kot sta velikost in rast sredstev, s katerimi lahko pojasnimo naklonjenost do izplačila dividend v ZDA, enako pojasnjevalno moč za naklonjenost do izplačila dividend kot deleža izplačanih dividend tudi pri evropskih podjetjih.

Glede na raziskavo avtorjev von Eije, Henk in Megginson (2008, str. 347–374) se je celotna vrednost dividend, izplačanih v podjetjih iz regije EU-15 med letoma 1994 in 1999, približno potrojila in se nato stabilizirala med 82 milijardami ter 100 milijardami EUR na leto med letoma 2000 in 2003, zlasti na račun recesije in padca na borznih trgih v marcu 2000. Avtorja sta v večji meri strmo rast dividend v drugi polovici devetdesetih pripisala višjim zneskom dividend, ki jih je izplačalo 974 od 1989 podjetij. Njuna razlaga je konsistentna z avtorji

DeAngelo, DeAngelo in Skinner (2004, str. 425–456), ki so odkrili naraščajočo koncentracijo plačnikov dividend v ZDA.

3.5 Dividendni trendi

V tem poglavju je zajet pregled plačnikov dividend ter trendov pri izplačilih dividend. Poglavje se osredotoča na izginjanje in pojavljanje dividend v ZDA v obdobju konca dvajsetega stoletja. Fama in French (2001, str. 3–43) sta omenjeni trend opisala v prvi študiji o izginjanju dividend.

3.5.1 Izginjanje dividend

Čeprav je zgodovinsko gledano večina družb, uvrščenih na borzo, najraje izplačevala dobiček v obliki dividend, so akademiki dolgo ugotavljali, kaj vpliva na to, da podjetja pravzaprav izplačujejo dividende. Po mnenju Millerja in Modiglianija (1961, str. 411–433) je vrednost podjetja določena le z dobički, kar pomeni, da je odločitev glede razdelitve denarja delničarjev nepomembna. Teorije stroškov agentov, ki sta jih predlagala Easterbrook (1984, str. 650–659) in Jensen (1986, str. 323–329), so zagotovile teoretične temelje za plačilo dividend delničarjem. Obe teoriji trdita, da izplačilo sredstev lastnikom podjetja znižuje znesek denarja pod nadzorom menedžerjev ter s tem možno osnovo za vrednostno zmanjševanje konfliktov agentov. Vendar kanal, po katerem so sredstva razdeljena (denarne dividende ali odkupi delnic), ne vpliva na izid katere izmed teorij.

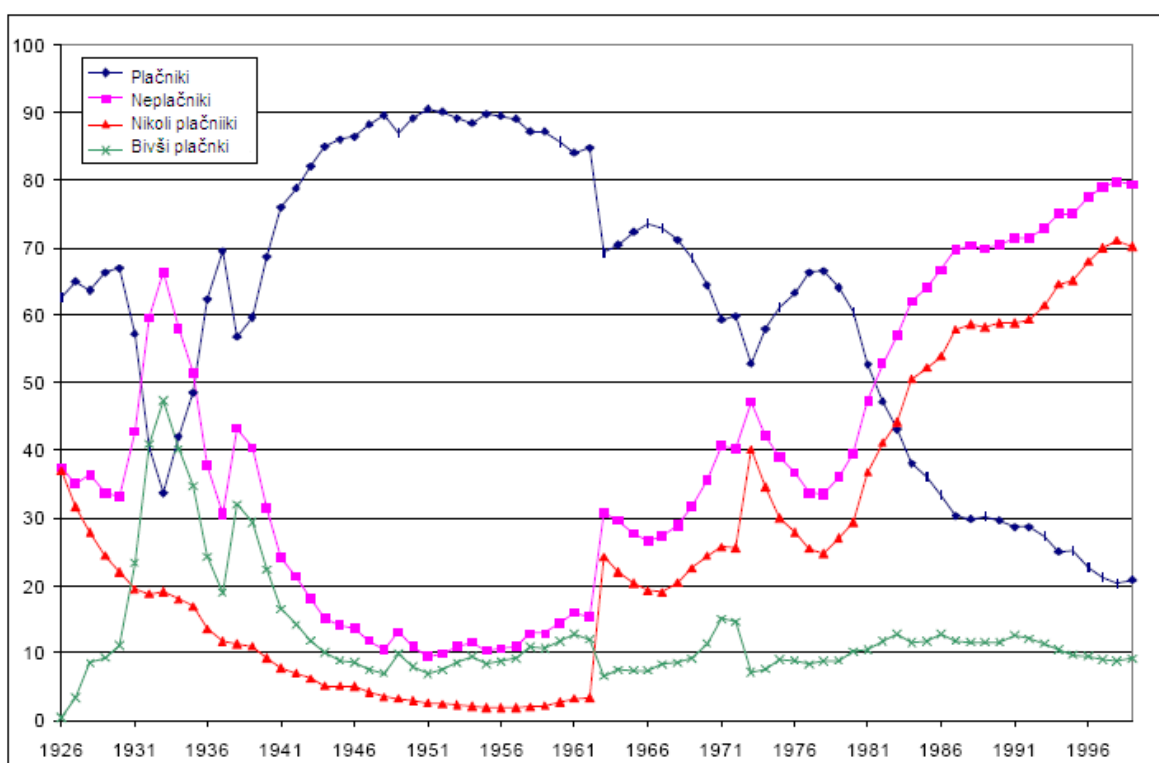
3.5.2 Empirični dokazi o izginjanju dividend

Fama in French (2001, str. 3–43) sta v empirični študiji na velikem vzorcu kotirajočih družb v ZDA ugotovila, da se je delež podjetij, ki izplačujejo denarne dividende, opazno znižal v obdobju med letoma 1980 in 1990. Njuna študija je spodbudila debato t. i. fenomena izginjanja dividend. Zgodovinsko gledano je več kot 50 odstotkov družb v ZDA vedno izplačevalo dividende. Ena redkih izjem je bila med veliko depresijo, ko je delež podjetij, ki izplačujejo dividende, padel z 66,9 odstotka v letu 1930 na 33,6 odstotka v letu 1933. Po tem letu se je ta delež konstantno povečeval, z več kot 90 odstotkov kotirajočih podjetij na NYSE, ki so v letih 1951 in 1952 izplačevala dividende. V poznejšem obdobju se je delež plačnikov dividend (kotirajoča podjetja na ameriški borzi – AMEX in NASDAQ) znižal in je v letih 1963 in 1973 znašal tik nad 50 odstotkov. Potem ko je bil vrh dosežen v letu 1978 (delež plačnikov je znašal 66,5 odstotka), se je ta odstotek neprestano zniževal ter dosegel 30,3 odstotka v letu 1987 ter nadalje 20,8 odstotka plačnikov dividend v letu 1999. Ta trend postopnega izginjanja dividend prikazuje slika 4. V spodnji sliki se med plačnike štejejo podjetja, ki so v letu t izplačala dividende, neplačniki pa so podjetja, ki dividend niso izplačala. Podskupina »nikoli plačniki« vključuje vsa podjetja, ki niso nikoli izplačala

dividend, podskupina »bivši plačniki« pa vključuje tista podjetja, ki niso izplačala dividende v letu t , temveč so jo v letu poprej.

V celoti je bilo 2.419 plačnikov dividend v letu 1978 in zgolj 1.063 v letu 1999. Strm padec kaže, je da kljub poskoku števila kotirajočih podjetij na borzi v devetdesetih letih prejšnjega stoletja število plačnikov dividend upadlo. Skladno s temi številkami je v povprečju vsako leto v obdobju od leta 1978 do 1999 prenehalo plačevati dividende pet odstotkov podjetij. Po drugi strani je zgolj 2,5 odstotka nekdanjih plačnikov (podjetja, ki so izplačevala dividende v določeni točki v preteklosti) nadaljevalo z izplačili dividend v letu 1999. V obdobju od 1963 do 1977 je bila primerljiva številka precej višja in je znašala 11,8 odstotka.

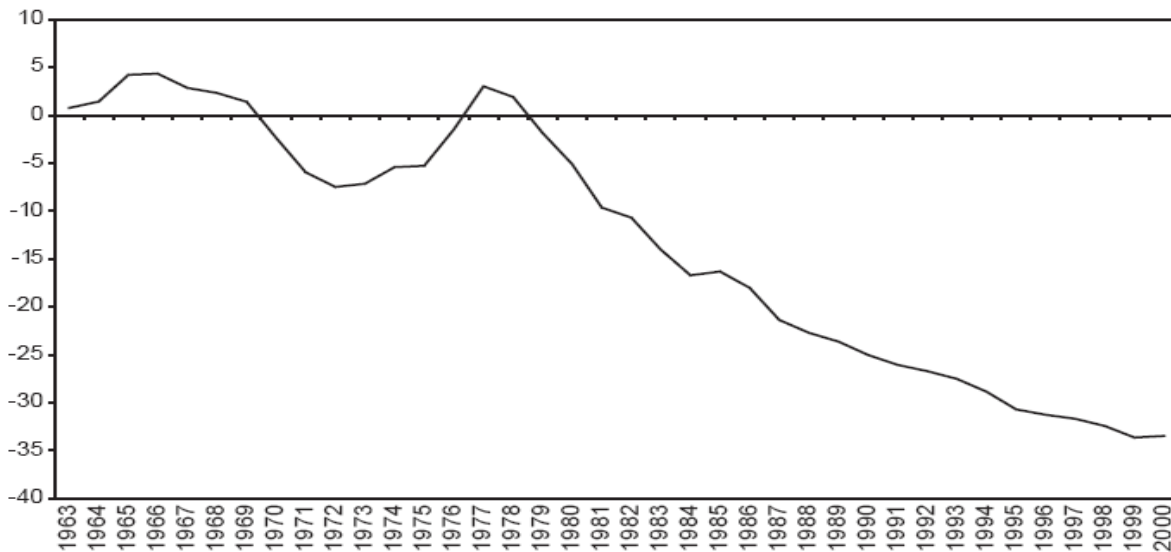
Slika 4: Trendi v deležu plačnikov ter neplačnikov dividend (v %)



Prirejeno po Fama & French (2001, str. 47).

Baker in Wurgler (2004a, str. 1125–1165) sta potrdila omenjene ugotovitve ter tudi pokazala, da spremembe naklonjenosti do izplačevanja dividend niso nov pojav. Podroben pogled na delež plačnikov dividend v preteklih štirih desetletjih razkriva štiri različne trende (slika 5). Spodnja slika kaže naklonjenost do plačila dividende, ki je opredeljena kot razlika med dejanskim in pričakovanim deležem plačnikov dividend. Pričakovani delež predstavlja pričakovani delež plačnikov dividend glede na prevladujoče značilnosti vzorca.

Slika 5: Naklonjenost do izplačila dividend



Vir: Baker & Wurgler (2004b, str. 276).

Kot je bilo že omenjeno, so vse tri borze, NYSE, AMEX in NASDAQ, zabeležile velik porast v številu kotirajočih podjetij v zadnjih tridesetih letih. Po podatkih Compustata se je število kotirajočih podjetij več kot podvojilo s 1.600 v obdobju 1968–1972 na 4.831 v obdobju 1993–1998. Glede na to, da so tipične novouvrščene družbe v borzno kotacijo (angl. initial public offering, v nadaljevanju IPO) v osemdesetih in devetdesetih letih bila majhna podjetja, ki so vstopila na delniške trge z namenom financiranja svoje rasti, je razumljiva hipoteza, da so nova podjetja na borzi v povprečju manj naklonjena izplačevanju dividend. Pravzaprav se je populacija podjetij skozi čas spremenila tako, da so novouvrščena podjetja na borzo manj naklonjena izplačevanju dividend od podjetij, ki so bila na borzo vključena prej.

Fama in French (2001, str. 3–43) sta natančno preučevala to vprašanje ter opredelila tri glavne dejavnike v povezavi z odločitvijo za izplačevanje dividend: (1) dobičkonosnost, (2) investicijske priložnosti in (3) velikost podjetja. Avtorja sta pokazala, da se je povprečna dobičkonosnost podjetja v času znižala. Svoje ugotovitve sta pripisala rasti pogostosti nedobičkonosnih IPO-jev po letu 1978. Do takrat je več kot 90 odstotkov podjetij, ki so začela kotirati na borzi, imelo pozitiven dobiček pred obrestmi. V povezavi s poskokom novouvrščenih podjetij v borzno kotacijo se je dobičkonosnost IPO-jev znižala. Na koncu opazovanega obdobja je zgolj 50 odstotkov novih podjetij na borzi zabeležilo dobiček, delež plačnikov dividend med novimi podjetji pa je znašal le 5,2 odstotka.

Nadalje, novouvrščena podjetja na borzo so manjša ter imajo veliko večje priložnosti za rast, obe izmed značilnosti pa sta načeloma povezani z nizkimi dividendami. Fama in French (2001, str. 3–43) sta potrdila ta vzorec, s tem ko sta pokazala, da so podjetja, ki niso nikoli izplačevala dividend, manjša ter imajo višja investicijska vlaganja. Na podlagi teh opazovanj

sta avtorja zaključila, da lahko postopno zniževanje deleža podjetij, ki izplačujejo dividende, po letu 1978 deloma pripišemo spremembi značilnosti množice borznih podjetij v smeri družb, ki niso nikoli izplačevale dividend.

Fama in French (2001, str. 3–43) tudi pokažeta, da so dividende postale manj verjetne med podjetji, ki imajo značilnosti plačnikov dividend. V letu 1978 je več kot 70 odstotkov dobičkonosnih podjetij izplačevalo dividende, medtem ko je bil v letu 1998 ta delež s 30 odstotki precej nižji. Avtorja zaključita, da poleg spremembe značilnosti kotirajočih podjetij splošno nižja naklonjenost izplačevanju dividend tudi med velikimi in dobičkonosnimi podjetji igra ključno vlogo v padajočem deležu plačnikov dividend. DeAngelo, DeAngelo in Skinner (2004, str. 425–456) so postregli z dokazi, da v zadnjih letih tudi izredne dividende izginjajo in podpirajo prej omenjene ugotovitve.

Razviden trend izginjanja dividend v osemdesetih in devetdesetih letih prejšnjega stoletja postavlja številna vprašanja. Fama in French (2001, str. 3–43) trdita, da padca ne gre pripisati zgolj večjemu deležu nedobičkonosnih start-up podjetij, kar pomeni, da so podjetja z značilnostmi plačnikov dividend spremenila svoje dividendne politike. Raziskovalci so na članek Fama in Frencha reagirali tako, da so nadaljevali z več možnimi razlagami v akademski literaturi.

3.5.3 Razlogi za izginjanje dividend

Poleg raziskovanja sprememb v značilnostih podjetij nekateri strokovni članki analizirajo vlogo odkupov delnic. V tem delu je prikazano razmerje med dividendami in odkupi delnic oziroma tako imenovana teorija substitucije.

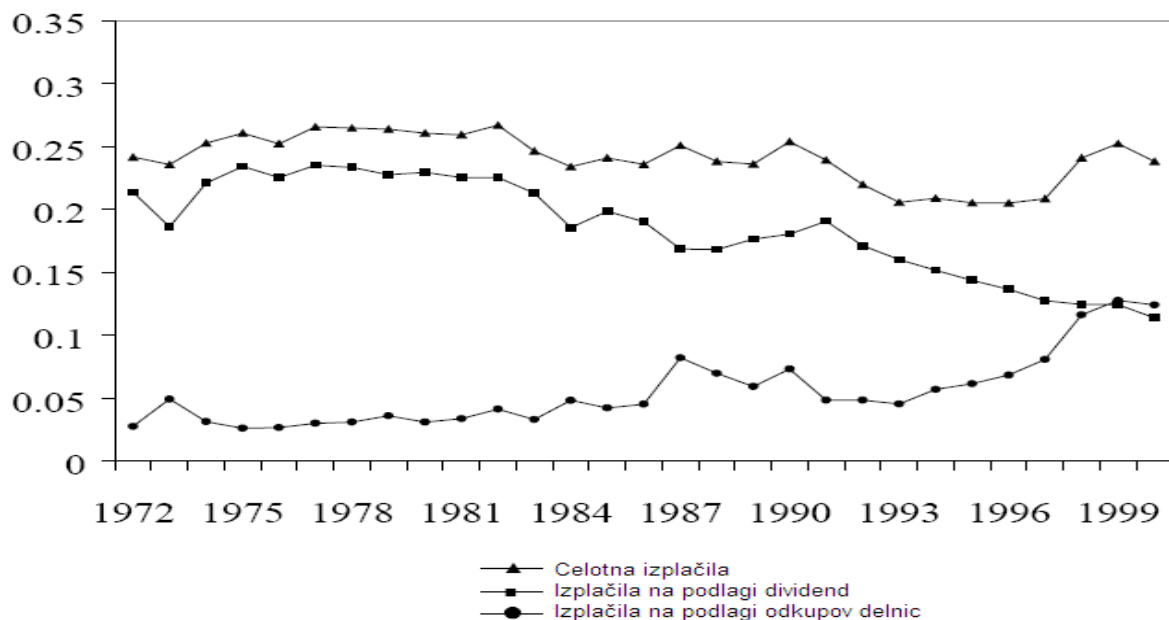
Glede na teorijo nepomembnosti, ki sta jo razvila Miller in Modigliani (1961, str. 411–433), so odkupi delnic in dividende popolni substitut. Nadalje, večina teorij, ki razlaga dividende kot orodje za signaliziranje (Bhattacharya, 1979, str. 259–270) ali pa kot instrument za blažitev problemov agentov (Easterbrook, 1984, str. 650–659; Jensen, 1986, str. 323–329), kaže na to, da podjetja lahko izmenjaje uporabijo odkupe delnic ali pa denarne dividende. Ravno nasprotno, John in Williams (1985, str. 1053–1070) ter Allen, Bernardo in Welch (2000, 2499–2536) so razvili modele, s katerimi so ugotovili, da omenjeni vrsti izplačil dobičkov podjetij nista substituta.

Do nedavnega je davčna zakonodaja v ZDA v prednosti puščala kapitalske dobičke pred dividendami. V kolikor so kapitalski dobički obdavčeni po bolj ugodni stopnji kot navaden dohodek in v kolikor menedžerji ravnajo v najboljšem interesu delničarjev, bi morala podjetja razdeljevati svoj dobiček le v obliki odkupov delnic. Z drugimi besedami, če predpostavimo, da je davčna stopnja za dividende visoka, vlagatelji izgubijo davčno razliko med kapitalskimi dobički in navadnim dohodkom za vsak dolar, ki ga podjetje izplača v obliki dividende. Zato je odgovor, zakaj so bili odkupi delnic pred letom 1980 redki, nejasen.

Bagwell in Shoven (1989, str. 129–149) in Grullon in Michaely (2002, str. 1649–1684) navajajo, da so se odkupi delnic pojavili kot uveljavljena alternativa dividendam v začetku osemdesetih. Med letoma 1983 in 1984 se je agregatna poraba sredstev podjetij za odkupe rednih in prednostnih delnic več kot potrojila, z 9,2 milijarde USD na 28,6 milijarde USD. Samo v letu 1999 so ameriška podjetja odkupila za več kot 200 milijard USD delnic.

Grullon in Michaely (2002, str. 1649–1684) trdita, da so odkupi delnic postali pomembna oblika izplačila dobičkov ter da podjetja financirajo odkupe s sredstvi, ki bi jih sicer razdelila v obliki dividend. Slika 6 potrjuje to interpretacijo ter prikazuje, da gredo rastoči odkupi delnic v obdobju osemdesetih in devetdesetih skupaj s padajočim deležem izplačanih dividend iz dobička, kar sta opazila Fama in French (2001, str. , str. 3–43).

Slika 6: Delež izplačanih dobičkov, dividend in odkupi lastnih delnic (v %)



Prirejeno po Grullon & Michaely (2002, str. 1656).

Padec deleža izplačanih dividend spremlja povečanje deleža odkupov delnic, tako da je celoten delež izplačanih dividend v obravnavnem obdobju ostal precej nespremenjen. Grullon in Michaely (2002, str. 1649–1684) uporabljata Lintnerjevo (1956, str. 97–113) delno prilagoditev modela za preučevanje, ali podjetja obravnavajo dividende in odkupe kot alternativni metodi izplačila dobička. Z uporabo modela na osnovi pretekle dividendne politike podjetja sta avtorja ocenila pričakovan delež prihodnjih izplačanih dividend ter primerjala dejansko izplačilo dividend z napovedanim izplačilom. Potem sta avtorja povezala odklon med dvema podatkom z aktivnostjo odkupov delnic s strani podjetja. Skladno s hipotezo substitucije njuni rezultati kažejo na negativno povezavo med napako napovedi dividend (razlika med dejansko izplačano in pred tem napovedano dividendo) in višino izplačanih dobičkov. Ti rezultati tako pomenijo, da večji delež denarnih sredstev,

namenjen za odkupe delnic, predstavlja manjšo vrednost izplačila dobičkov v obliki dividende.

Ugotovitve so v nasprotju s tistimi Fame in Frencha (2001, str. 3–43), ki trdita, da so odkupi delnic precej nepomembni pri pojasnjevanju upadanja deleža plačnikov dividend. Fama in French primerjata agregirane odkupe in dividende kot delež v celotnih dobičkih podjetij in zaključita, da odkupi delnic primarno povečajo že visoke deleže denarnih izplačil plačnikov dividend. Razliko v rezultatih je mogoče pojasniti v različnem načinu merjenja odkupov delnic. Analiza Fame in Frencha poleg odkupov delnic vključuje tudi izdajo novega kapitala in možnosti za nakupe delnic za zaposlene ter posledično primerja bruto dividende z neto aktivnostjo odkupov.

Glede značilnosti podjetij, ki odkupujejo delnice, je Skinner (2008, 582–609) razlikoval dve skupini plačnikov: podjetja, ki redno izplačujejo dividende in tudi odkupujejo delnice, ter podjetja, ki izključno odkupujejo delnice. Za podjetja, ki izplačujejo dividende in odkupujejo delnice, celotna izplačila tesno sledijo dobičkom. Skinner nadalje dokaže, da so dobički ravno tako primerni za razlago izplačil podjetja, ki izključno odkupuje delnice, kar kaže, da ta podjetja uporabljajo odkupe kot substitut dividendam. Podjetja, ki se poslužujejo zgolj odkupov delnic, so v povprečju novejše borzne družbe brez zgodovine plačevanja dividend. Nasprotno so podjetja, ki uporabljajo oba načina izplačevanja dobičkov, v povprečju večja in imajo manj priložnosti za rast. Velika večina teh podjetij je izplačevala dividende v osemdesetih letih, kar kaže, da imajo podjetja, ki nadaljujejo z izplačevanjem dividend, dolgo zgodovino dividend in sedaj raje uporabljajo odkupe delnic namesto povečanja dividend. Grullon in Michaely (2002, str. 1649–1684) potrdita te ugotovitve in poročata, da so odkupi delnic v zadnjem času postali bolj privlačna oblika izplačevanja dobičkov podjetij.

V povezavi s hipotezo spreminjanja značilnosti podjetja je Skinner (2008, str. 582–609) ugotovil, da so izgube pri podjetjih, ki izplačujejo dividende, dokaj redke. Skupaj z velikim porastom deleža nedobičkonosnih podjetij (t. i. start-up podjetij) ta vzorec kaže, da nižja dobičkonosnost novih družb na borzi pripomore k razlagi nižje naklonjenosti podjetij izplačilu dividend.

Upoštevanje deset let trajajočo davčno prednost odkupov delnic pred dividendami je dejstvo, da podjetja niso pričela z odkupi delnic pred začetkom osemdesetih let, dokaj nenavadno. Grullon in Michaely (2002, str. 1649–1684) sta predstavila razlago, ki temelji na nejasni regulaciji ameriške agencije za trg vrednostnih papirjev (angl. Securities and Exchange Commission, v nadaljevanju SEC) pred letom 1982. Do omenjenega leta so bili menedžerji negotovi glede legalnosti odkupov delnic kot oblike politike izplačila dobičkov. SEC je občasno preganjala podjetja, ki so manipulirala s ceno delnic v času programa odkupovanja lastnih delnic. V letu 1982 je SEC vzpostavila smernice za odkupe delnic na odprtem trgu (Rule 10b-18). Pravila so predstavljala varno zatočišče menedžerjem, ki so bili do takrat

zadržani do odkupov delnic zaradi tveganja, povezanega z obtožbo o tržnih manipulacijah. Grullon in Michaely sta postregla z dokazi, ki kažejo, da so regulacije s strani SEC omejevale aktivnost odkupov delnic pred sprejetjem Rule 10b-18.

Jagannathan, Stephens in Weisbach (2000, str. 355–384) so postregli z drugačno razlago za bolj pogosto uporabo programov odkupovanja delnic. Na podlagi spoznanj Lintnerja (1956, str. 97–113) so postavili hipotezo, da dividende predstavljajo neprestano obvezo za izplačilo sredstev delničarjem, medtem ko so odkupi delnic primarno uporabljeni za razdelitev dobička, ki ni nujno dolgoročno vzdržen. Nepripravljenost menedžerjev do znižanja dividend izvira v pričakovanih borznih udeležencev in v negativnem signalu, ki ga takšno znižanje lahko prenaša. Veliko študij kaže na pomembno negativno reakcijo na ceno delnice, ki je povezana z obvestilom o znižanju dividende (Denis, Denis in Sarin, 1994, str. 62–82).

Po drugi strani odkupi delnic ne predstavljajo dolgoročne obveze. V preteklosti so podjetja občasno objavila program odkupa delnic, vendar na koncu niso odkupila niti ene same delnice. Glede na osnovna pričakovanja trga so odkupi delnic idealna metoda za izplačilo začasnih povišanih dobičkov. Empirični dokazi avtorjev Jagannathan, Stephens in Weisbach (2000, str. 355–384) potrjujejo to hipotezo in kažejo, da imajo podjetja, ki odkupujejo delnice, bolj nestabilen denarni tok. Povezano s tem so odkupi delnic nihajni in se spreminjajo glede na poslovni cikel.

Anketa avtorjev Brav, Graham, Harvey in Michaely (2005, str. 483–527) dodatno podpira ugotovitve, da menedžerji uporabljajo odkupe delnic za izplačilo začasnega denarnega toka. Ob intervjujih finančnih direktorjev javnih in zasebnih družb avtorji poročajo, da »veliko menedžerjev sedaj favorizira odkupe delnic, saj te dojemajo kot bolj fleksibilne v primerjavi z dividendami«. Nadalje, menedžerji uporabljajo to fleksibilnost za tempiranje trga ter odkupujejo delnice, ko verjamejo, da je cena delnice prenizka. Zanimivo, večina finančnih direktorjev meni, da davčni vidik ni dominanten dejavnik izbire podjetja med odkupi delnic in dividendnim izplačilom.

Amihud in Li (2006, str. 637–660) ponudita drugačno razlago za fenomen izginjanja dividend. Njuna razlaga gradi na literaturi o signaliziranju dividend (Allen & Michaely, 2003, str. 337–429), da dividende izginjajo zaradi manjše vsebine informacije dividendne napovedi. Avtorja preučujeta reakcijo cene delnice na napoved dividend, ki kaže, da reakcija skozi čas upada. Konsistentno z dokumentiranim padcem naklonjenosti podjetij izplačilo dividend sta avtorja ugotovila, da se kumulativni abnormalni donosi (angl. cumulative abnormal returns), doseženi po objavi spremembe dividende (povečanje ali zmanjšanje), v času zmanjšujejo proti ničli. Kot kaže, dividendne napovedi izgubljajo informacijsko vrednost, zato avtorja zaključita, da menedžerji niso pripravljeni nositi stroškov, povezanih z izplačili dividend.

Amihud in Li (2006, str. 637–660) sta pripisala padajočo informacijsko vrednost dividend spremembam v strukturi delničarjev. Od leta 1980 do 1990 se je povprečni delež institucionalnih vlagateljev v podjetjih povečal z 29 odstotkov na 52 odstotkov. Pogosta zaznava je, da so institucionalni vlagatelji bolj informirani kot mali delničarji, saj imajo več resursov za zbiranje in procesiranje informacij. Skladno s temi argumenti Amihud in Li navajata, da so večji deleži institucionalnih vlagateljev povezani z nižjo informacijsko vrednostjo dividend, saj cena delnice že vključuje del informacije, ki naj bi jo prenašala dividendna napoved. Posledično, večji kot je delež institucionalnih vlagateljev, manjša je vloga dividend kot sredstva za prenašanje informacij. Če povzamemo, padajoča vloga dividend je tako posledica večjega deleža institucionalnih delničarjev v lastniški strukturi podjetij.

Baker in Wurgler (2004b, str. 271–288) sta našla visoko korelacijo med dividendno premijo in letno rastjo naklonjenosti do izplačevanja dividend. Sprememba dividendne premije se ujema s povečanjem naklonjenosti do izplačevanja dividend v obdobju od 1963 do 1967, z zmanjšanjem naklonjenosti v obdobju 1968–1970 ter po letu 1978, ko Fama in French (2001, str. 3–43) v svoji raziskavi opazata izginjanje dividend. Nadalje, avtorja sta tudi objavila članek v *New York Timesu* z namenom razumevanja spremembe povpraševanja vlagateljev po dividendah v časovnem obdobju. Njuni rezultati kažejo, da je dividendna premija negativna, ko vlagatelji raje investirajo v podjetja z visoko rastjo dobičkov (običajno neplačniki dividend). V času padcev tečajev delnic hitrorastočih podjetij pa vlagatelji raje investirajo v »varne« delnice, ki redno izplačujejo dividende. Dividendna premija se v takšnih časih poveča in dividende se ponovno pojavijo.

Povzetek je torej, da ne obstaja ena sama razlaga za izginjanje naklonjenosti podjetij izplačevanju dividend po letu 1978, ki ga akademiki imenujejo fenomen izginjanja dividend. Prva razlaga je, da je naraščajoči delež novouvrščenih podjetij, ki so majhna in nedobičkonosna, spremenil populacijo kotirajočih družb z lastnostmi, ki so tipično povezane z neplačniki dividend. Druga razlaga je, da so odkupi delnic postali naraščajoče bolj pomembno sredstvo za izplačevanje dobička delničarjem. Empirični dokazi kažejo, da denar, ki bi ga podjetja sicer izplačala v obliki dividend, služi za financiranje aktivnosti povečanja odkupov delnic. Nadalje, nova podjetja brez zgodovine dividend se raje poslužujejo odkupov kot pa dividend, saj je prva oblika izplačil dobičkov bolj fleksibilna. Tretja razlaga je povezana z (ne)naklonjenostjo javnih družb do izplačila dividend, ki je posledica padajoče vrednosti informacije v napovedi dividende. Ker institucionalni vlagatelji, ki so praviloma bolj informirani, igrajo čedalje bolj pomembno vlogo v javnih podjetjih, je uporaba dividend kot sredstva za prenos informacij postala predraga. Zadnja razlaga je ta, da je nižje povpraševanje vlagateljev po dividendah povzročilo padec naklonjenosti družb izplačilu dividend. Vlagatelji so očitno v obdobju osemdesetih in devetdesetih plačevali višjo premijo za podjetja, ki ne izplačujejo dividend. V tem smislu je nižji delež plačnikov dividend rezultat poskusa menedžerjev, da ustrezijo povpraševanju vlagateljev.

3.5.4 Pojavljanje dividend

Zadnji dokazi iz literature o dividendah za ZDA kažejo, da dividende niso v celoti izginile in v zadnjem obdobju doživljajo svoj povratek. Ostajata dva različna pristopa, ki se ukvarjata s fenomenom pojavljanja dividend. Na eni strani DeAngelo, DeAngelo in Skinner (2004, str. 425–456) ter Skinner (2008, str. 582–609) dokažejo, da dividende niso nikoli izginile. Avtorji dokumentirajo, da se je kljub velikim padcem v številu podjetij, ki izplačujejo dividende, in zmanjšani naklonjenosti do izplačila dividend celotna vrednost dividend industrijskih podjetij v ZDA povečevala. Dejstvo, da so dobički in dividende močno skoncentrirani med najbolj dobičkonosnimi industrijskimi podjetij v ZDA, lahko razloži takšen razvoj.

Po drugi strani Julio in Ikenberry (2004, str. 89–100), Blouin, Raedy in Shackelford (2004, str. 1–37), Chetty in Saez (2005, str. 791–883) in Bank (2006, str. 1–57) priznavajo fenomen izginjanja dividend, vendar tudi postrežejo z dokazi, da je prišlo od leta 2001 naprej do obrata pri dividendni politiki v ZDA. Po fenomenu izginjanja dividend na koncu dvajsetega stoletja, kot ga opisujeta Fama in French (2001, str. 3–43), se je delež podjetij, ki izplačujejo dividende, in delež izplačanih dividend vidno povečal pri industrijskih podjetjih v ZDA.

V primeru ZDA je raziskava DeAngela, DeAngela in Skinnerja (2004, str. 425–456) reakcija na napačno interpretacijo dela Fama in Frencha (2001, str. 3–43) s strani nekaterih medijev, kot sta New York Times in Economist. Fama in French prikažeta, da se je v povprečju verjetnost za izplačilo dividend ameriških podjetij znižala. Avtorja sta po letu 1978 do konca dvajsetega stoletja dokumentirala močan padec števila podjetij, ki izplačujejo dividende. Vendar ta padec števila podjetij, ki izplačujejo dividende, ne pomeni nujno, kot se pogosto napačno interpretira, da so se zmanjšala plačila dividend in tako posledično postala manj pomembna. Pravzaprav Fama in French postrežeta z dokazi, da so se denarne dividende v obdobju 1978–2000 povečale tako nominalno kot tudi realno. Povečanje realne dividende, ki jo izplačujejo najbolj dobičkonosne družbe v ZDA, je več kot kompenziralo velik padec števila plačnikov dividend. Nadalje, trenutni neplačniki dividend so v preteklosti plačevali zelo majhne zneske dividend.

Julio in Ikenberry (2004, str. 89–100) nista našla zgolj dokazov o porastu skupnega plačila dividend, temveč poročata tudi o rasti naklonjenosti do izplačila dividend v ZDA od začetka enaindvajsetega stoletja. Avtorja sta opredelila več dejavnikov, ki so povzročili pojavljanje dividend. Z uporabo četrletnih podatkov za ameriška industrijska podjetja iz Compustata in centra za raziskovanje cen vrednostnih papirjev v obdobju 1984–2004 sta avtorja dokazala, da se je delež podjetij, ki izplačujejo dividende, zmanjšal z 32 odstotkov v letu 1984 na 15 odstotkov v letu 2001. Obrat v trendu se je pojavil po letu 2001, ko se je ta delež vztrajno povečeval do 20 odstotkov v letu 2004.

Julio in Ikenberry (2004, str. 89–100) trdita, da se je zaradi posledic škandala Enron v letu 2002 povpraševanje vlagateljev po visokih standardih vodenja podjetij povečalo. Jensen (1986, str. 323–329) je bil med prvimi akademiki, ki je prepoznal vpliv vodenja podjetja na višino dividende. Njegova teorija prostega denarnega toka pravi, da dividendna izplačila in visoki kazalniki zadolženosti znižujejo prost denarni tok podjetja. Prost denarni tok pogosto služi kot vzvod za potencialne probleme agentov med menedžmentom in delničarji. Julio in Ikenberry sta ugotovila, da so podjetja s nižjimi kazalniki zadolženosti (zadolženost kot substitut za dividende v mehanizmu korporativnega upravljanja) opazno povečala delež izplačanih dividend v začetku enaindvajsetega stoletja. Njuna ugotovitev kaže, da je pojavljanje dividend deloma povezano z naraščajočo vlogo, ki jo te imajo pri upravljanju podjetij.

Pojavljanje dividend v ZDA po letu 2001 lahko pojasni poslovni cikel podjetij, saj je veliko število družb v tem času prešlo iz faze rasti in so lahko pričela z izplačevanjem dividend. Glede na ta argument podjetja z visoko rastjo v začetnih letih svojega obstoja naj ne bi delila denarnega toka. Namesto tega ta podjetja investirajo notranje generiran denarni tok v dobičkonosne investicijske priložnosti, dokler ne dosežejo stopnje stabilnih denarnih tokov in so njihove investicijske priložnosti izkoriščene. Julio in Ikenberry (2004, str. 89–100) sta razvila preprost empirični model, ki napoveduje dividendna izplačila kot funkcijo velikosti podjetja, panoge in starosti. V testiranju podjetij, ki niso bila vključena v vzorec tega modela, je napovedovanje modela precej točno za pojavljanje dividendnih plačil po letu 2001. Kot potrditev njunih rezultatov avtorja navajata: »Veliko število družb (ki so vstopile na kapitalski trg v devetdesetih letih kot podjetja z visoko rastjo in posledično niso izplačevala dividend) se je v letu 2003 razvilo do te stopnje, ko morajo razmisliti o izplačevanju neke oblike dividend« (str. 96).

Številne študije poudarjajo vpliv davčne reforme v ZDA v letu 2003 na poznejši dvig dividendnih izplačil. Blouin, Raedy in Shackelford (2004, str. 1–37), Chetty in Saez (2005, str. 791–883) in Bank (2006, str. 1–57) so našli nadaljnjo podporo tezi, da je davčna reforma vplivala na pojavljanje dividend v zadnjih letih. Od leta 1980 do 2004 sta Chetty in Saez pokazala, da so se povečali tako zneski izplačanih dividend kot tudi število družb – plačnic dividend kot posledica davčne reforme iz leta 2003. Povišanja dividend so bila skoncentrirana na podjetja, na katera je davčna reforma najbolj vplivala. To so tista podjetja z visoko stopnjo davka na lastniške deleže direktorjev in članov uprav ter institucionalnih vlagateljev. Ravno obratno, podjetja z vlagatelji, ki so opravičeni plačila davkov, kot so pokojninski skladi in neprofitne organizacije, ter tudi podjetja brez vlagateljev z visokimi lastniškimi deleži se niso odzvala na znižanje davčne stopnje. Davčne preference vplivnih lastnikov tako določajo dividendno politiko podjetja kot odgovor na davčno reformo. Avtorja sta tudi ugotovila, da se je po davčni reformi znesek odkupov delnic in posledično celotni delež izplačanih dobičkov povečal, kar kaže, da dividendna povečanja v tem obdobju niso izrinila odkupov delnic.

4 DELEŽ IZPLAČANIH DIVIDEND IN PRIHODNJA RAST DOBIČKOV

Dividende znižujejo sredstva, namenjena za investicije, zato mnogo borznih analitikov ter vlagateljev povezuje visoko izplačilo dobička v obliki dividend z nizko stopnjo rasti dobička v prihodnosti. Raziskovalno delo avtorjev Arnott in Asness (2003, str. 70–84), izdelano na podlagi proučevanja agregiranih podatkov borznega indeksa S&P 500, je prikazalo ravno nasprotna dejstva od teoretskega prepričanja glede vpliva deleža izplačanih dividend od dobička na prihodnjo rast le-tega.

Razlog za prepričanje, da nizka stopnja izplačanega dobička signalizira visoko prihodnjo rast dobičkov, je povezan z razlago, da podjetja izplačujejo manj dividend v času večjih priložnosti za rast poslovanja; torej višja stopnja zadržanega dobička potemtakem nakazuje močno rast prihodnjih dobičkov.

Gordonov model konstantne dividendne rasti prikazuje, da se pri nespremenjeni zahtevani stopnji donosa na lastniški kapital (R) višji delež od dobička izplačanih dividend – kazalnik D/E kompenzira bodisi z visoko ceno delnice na enoto dobička, torej s kazalnikom P/E (angl. price to earnings), bodisi z nizko pričakovano rastjo dividend (G).

Gordonov model rasti (1962):

$$R = \frac{D}{P} + G \quad (8)$$

kjer je:

R – zahtevana stopnja donosa na lastniški kapital,

D – vrednost dividende v naslednjem letu,

P – trenutna cena delnice,

G – pričakovana konstantna stopnja rasti dividend v neskončnost.

Zahtevana stopnja donosa na lastniški kapital R je enaka dividendni donosnosti D/P plus predpostavljene konstantni stopnji rasti dividende G . Dividendno donosnost lahko izrazimo kot zmnožek med deležem od dobička izplačanih dividend (D/E) ter donosnostjo dobička (E/P), torej inverzno funkcijo kazalnika P/E :

$$R = (D/E) \times (E/P) + G \quad (9)$$

Enačbi 1 in 2 lahko uporabimo tako pri posameznem podjetju kot tudi pri portfelju naložb, na kar se osredotočim pri nadaljnji uporabi tega modela. Predpostavimo, da dividendna politika ne vpliva na pričakovano donosnost portfelja (ter predpostavimo, da se delež od dobička izplačanih dividend ne spreminja skozi čas – dobiček ter dividende rastejo po enaki

stopnji), zaradi česar se mora ob nespremenjeni zahtevani stopnji donosa nižji delež izplačanih dividend kompenzirati bodisi z visoko vrednostjo kazalnika E/P (nizek P/E) bodisi z visoko pričakovano stopnjo rasti.

Ponazorimo lahko s primerom spremembe dividendne politike na nekem trgu, ki spremeni delež od dobička izplačanih dividend s 50 odstotkov na 25 odstotkov. Ker se trenutni dobiček ne spremeni (ter, glede na Modiglianija in Millerja (1961, str. 411–433), tudi cena ostane enaka), je naloga stopnje rasti dividend (G), da pričakovan dobiček ostane ne enaki ravni. Recimo, da je bila vrednost kazalnika P/E nekega trga pred to spremembo 15 (kar sovпада z zgodovinskim povprečjem). Vrednost kazalnika E/P je torej znašala 6,7 ($1/15$); 25 odstotkov od 6,7 je približno 1,7. Drugače povedano, pri spremembi dividendne politike s 50 na 25 odstotkov, na trgu s kazalnikom P/E 15, je za ohranitev zahtevane stopnje donosa na lastniški kapital ter cene delnice in dobička na delnico potreben dvig dividendne rasti za 1,7 odstotka.

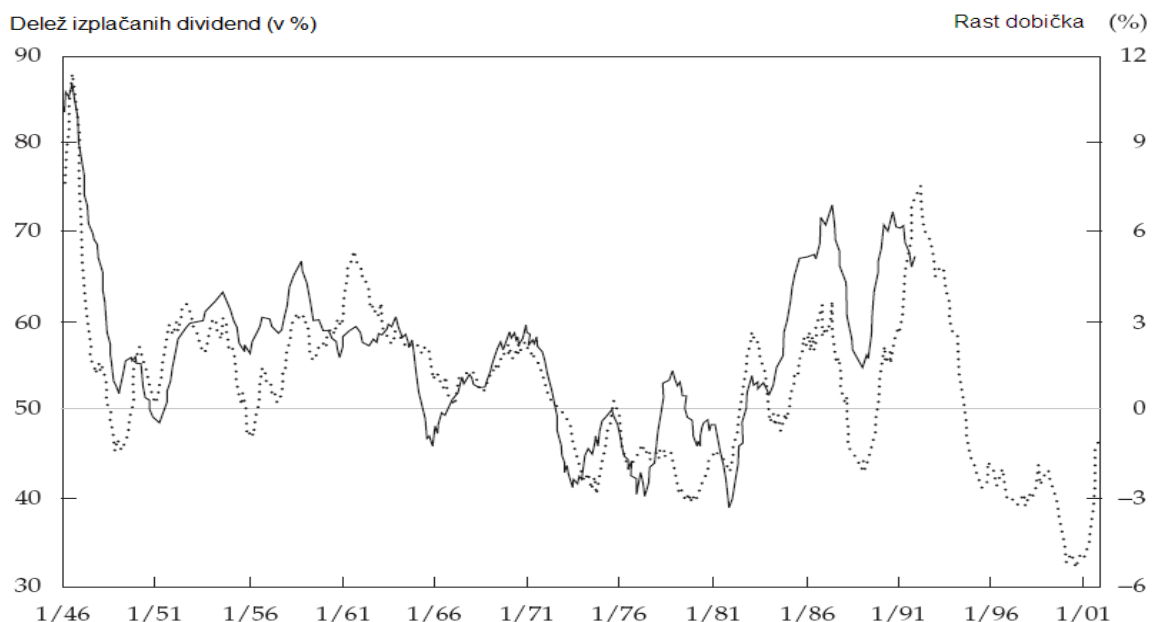
Za posamezno podjetje je takšno povišanje rasti seveda možno – v primeru, da je poslovanje možno dokaj preprosto povečati – ne da bi to vplivalo na investicijsko politiko podjetja. Iz podobnih razlogov bi marsikateri opazovalec pričakoval, da obstaja močna in zanesljivo negativna povezava med deležem od dobička izplačanih dividend in prihodnjo rastjo dobičkov na nekem trgu.

Tudi Miller in Modigliani (1961, str. 411–433) sta s teoremom o nepomembnosti dividendne politike nakazala, da pri nespremenjenih investicijah in konstantnem pričakovanem dobičku visokemu deležu od dobička izplačanih dividend sledi nižja rast (Ibbotson & Chen, 2003, str. 1–12). Nadalje, iz perspektive in finančnih odločitev (angl. pecking order theory) Myers (1984, str. 575–592) postavi hipotezo, da podjetja z veliko priložnostmi za rast preferirajo interno generiran denarni tok v primerjavi z zunanjimi viri financiranja. Ta hipoteza predvideva, da bodo podjetja z veliko priložnostmi za rast imela nižji delež od dobička izplačanih dividend (višjo stopnjo zadržanih dobičkov). Empirične študije, ki vključujejo delež od dobička izplačanih dividend, načeloma potrjujejo idejo, da je ta obratno povezan z investicijskimi priložnostmi (Fama & French 2002, str. 1–33; Rozeff 1982, str. 249–259).

Zgoraj predstavljena povezava med deležem od dobička izplačanih dividend in dividendno rastjo predstavlja teoretičen pogled na svet s popolnimi kapitalskimi trgi. Ta utemeljitev na primer predpostavlja, da investicijska politika podjetja ostaja nespremenjena ne glede na znesek izplačanih dividend, nadalje, da so informacije za vse enake in deljene (pomeni, da dividenda ne prenaša od menedžerjev na vlagatelje nobene informacijske vrednosti), da je davčna obravnava enaka tako za obdržane kot za razdeljene dobičke, da menedžerji delujejo v najboljšem interesu delničarjev, da velja cenovna učinkovitost na trgu ipd. Ko opustimo to predpostavko popolnosti kapitalskih trgov, se pojavijo vedenjske in informacijske hipoteze kot razlaga za povezavo med deležem od dobička izplačanih dividend in pričakovano rastjo dobičkov.

Arnott in Asness (2003, str. 70–84) sta raziskovala odnos med deležem od dobička izplačanih dividend in prihodnjo rastjo dobičkov, s tem da sta se osredotočila na portfelj indeksa S&P 500. Rezultat študije, ki je zajemala podatkovno obdobje, dolgo 130 let, in vrsto testov, je presenetljiv in nasproten od splošnega prepričanja. Arnott in Asness (2003, str. 70–84) sta ugotovila, da je prihodnja rast dobička povezana z višjim in ne nižjim deležem od dobička izplačanih dividend. Slika 7 prikazuje delež od dobička izplačanih dividend in sledečo desetletno realno rast dobička na podlagi borznega indeksa S&P 500 v obdobju 1946–2001. S študijo sta avtorja opazila, da njuni rezultati »ponujajo izziv opazovalcem trga, ki vidijo nizek delež od dobička izplačanih dividend kot signal za višje dobičke v prihodnosti«. Analiza ima neposreden in pomemben vpliv na vrednotenje celotnega delniškega trga.

Slika 7: Delež od dobička izplačanih dividend in prihodnja desetletna realna rast dobička



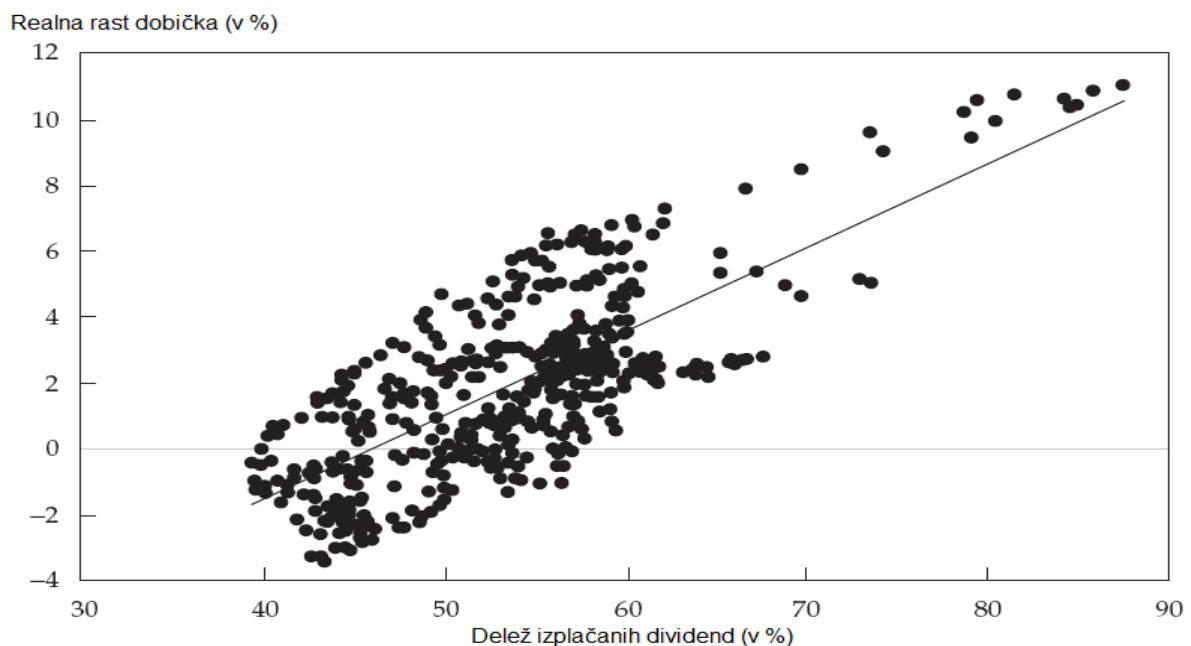
Prirejeno po Arnott & Asness (2003, str. 70).

Več hipotez bi lahko pojasnilo (morda presenetljivo) pozitivno razmerje med trenutnim deležem od dobička izplačanih dividend in prihodnjo realno rastjo dobičkov, ki je prikazano na sliki 8. Med razlogi, ki jih navajata Arnot in Asness, (2003, str. 70–84), sta zlasti pomembna dva, opisana v nadaljevanju.

Menedžerji podjetij neradi znižujejo dividende (Lintner, 1956, str. 97–113). Morda visok delež od dobička izplačanih dividend kaže na prepričanje menedžmenta v stabilnost in rast prihodnjih dobičkov ter nizek kazalnik kaže ravno nasprotno. Takšno prepričanje menedžerjev (ali odsotnost tega) je lahko osnovano na podlagi javnih ali pa zasebnih informacij (Miller & Rock 1985, str. 1031–1051).

Druga hipoteza je, da podjetja včasih zadržijo preveč dobička zaradi želje menedžerjev po graditvi imperijev (Jensen 1986, str. 323–329). Brealey in Myers (2000, str. 323) sta opisala grajenje imperija kot: »Ostalo nespremenjeno, menedžerji raje upravljajo velike družbe kot male. Rast iz malega v veliko ne odraža nujno vedno pozitivne neto sedanje vrednosti projekta.« Nadalje sta Brealey in Myers (2000, str. 323) citirala Jensna s: »Problem je, kako motivirati menedžerje, da izplačajo denarna sredstva iz podjetja, raje kot da jih investirajo po nižji stopnji donosa od stroškov kapitala ali ga porabijo za kakšne druge organizacijske neučinkovitosti.«. Financiranje z izdajo delnic in plačilo obsežnih dividend, čeprav davčno manj učinkovito, lahko vpliva na menedžment, da ravna bolj skrbno, znižuje probleme agentov ter spodjeda gradnjo imperijev. Predpostavljamo, da neučinkovita gradnja imperijev predstavlja osnovo za nizko rast dobičkov v prihodnosti, medtem ko imata disciplina in zmanjšanje problemov agentov obraten, pozitiven učinek.

Slika 8: Povezava med deležem od dobička izplačanih dividend in prihodnjo desetletno rastjo dobička



Prirajeno po Arnott & Asness (2003, str. 70).

Poznejše raziskave povezave med deležem od dobička izplačanih dividend in prihodnjo rastjo dobičkov, ki se opirajo na pionirsko delo avtorjev Arnott in Asness (2003, str. 70–84), izpostavljajo glavno pomanjkljivost njune analize, da so bile pri regresiji na podlagi metode najmanjših kvadratov (angl. Ordinary Least Squares) uporabljene nestacionarne časovne vrste, zaradi česar so rezultati regresije lahko navidezni, torej nerealni, kot navaja Lee (2010, str. 5). Kljub temu pa te raziskave na nivoju borznih indeksov z uporabo naprednega modela za vektorsko popraviljanje napak (angl. Vector Error Correction model) ne uspejo ovreči ugotovitev Arnotta in Asnessa (2003, str. 70–84) oziroma te celo še podkrepijo.

Dodatno vprašanje, ki se ob tem pojavlja, je, ali obstaja povezava med visokim deležem od dobička izplačanih dividend in stopnjo rasti dobičkov tudi na ravni podjetja. Čeprav je vprašanje zelo pomembno za vrednotenje posameznih delnic, odgovor analize Arnotta in Asnessa (2003, str. 70–84) ni povsem jasen, saj agregatni rezultati morda ne veljajo tudi na nivoju podjetja. Zaradi že omenjene slabosti uporabe nestacionarnosti časovnih vrst v raziskavi Arnotta in Asnesa v nadaljevanju zgolj povzemam njuno osnovno delo s tem, da z linearno regresijo preverim, ali ugotovljena povezava med deležem od dobička izplačanih dividend in prihodnjo rastjo velja tudi v obdobju po njuni analizi.

4.1 Analiza na agregatni ravni

V tem poglavju bom podaljšal časovno serijo prej predstavljene raziskave Arnotta in Asnessa (2003, str. 70–84), in sicer s preučevanjem mesečnih podatkov na nivoju indeksa S&P 500 v obdobju od leta 2002 do 2019. Poleg tega bom analizo vpliva deleža od dobička izplačanih dividend na prihodnjo rast dobičkov dodatno razširil še na evropski borzni indeks STOXX Europe 600 s preučevanjem mesečnih podatkov v enakem obdobju, od leta 2002 do 2019. Zaradi relativno kratkega preučevanega obdobja bom za prihodnjo rast dobičkov uporabil letno rast dobičkov v prihodnjih treh letih ($t + 36$ m) glede na delež od dobička izplačanih dividend v posameznem mesecu $t=0$.

Vhodni podatki za omenjena indeksa so realni dobički in delež od dobička izplačanih dividend na mesečni ravni. Podatki za indeks S&P 500 so bili pridobljeni na spletni strani avtorja Shiller, 2020, za indeks STOXX Europe 600 pa na Bloombergu. Realni dobički so preračunani na podlagi indeksa cen življenjskih potrebščin, delež od dobička izplačanih dividend pa kot razmerje med izplačano dividendo in dobičkom v posameznem mesecu na nivoju posameznega indeksa.

V linearno regresijo sem kot dodatno odvisno spremenljivko, poleg deleža od dobička izplačanih dividend, vključil tudi letno rast dobičkov v predhodnih treh letih ($t - 36$ m) glede na posamezen mesec $t=0$, za katerega je podan delež od dobička izplačanih dividend. Z vključitvijo pretekle letne rasti dobičkov v regresijsko enačbo sem želel preveriti verjetnost vračanja dobičkov k povprečni vrednosti (angl. mean reversion). To pomeni, da sem pri napovedovanju prihodnje anualizirane triletne realne rasti dobičkov upošteval preteklo triletno anualizirano realno rast. V kolikor bi bila hipoteza vračanja dobičkov k povprečni vrednosti potrjena, potem bi lahko v tem primeru druga spremenljivka, delež od dobička izplačanih dividend, v regresiji izgubila svojo napovedno vrednost.

Namen analize je pojasniti višino rasti prihodnjega dobička (EG) z vrednostjo dveh neodvisnih spremenljivk, *payout* in *PEG*:

EG – prihodnja anualizirana triletna realna rast dobička na nivoju indeksa v obdobju ($t + 36$),

Payout – delež od dobička izplačanih dividend na nivoju indeksa v posameznem mesecu, PEG – pretekla analizirana triletna rast dobičkov na nivoju indeksa v obdobju ($t - 36$). Zaradi gospodarskih ciklov pričakujem negativno vrednost koeficienta pretekle rasti dobičkov.

Najprej sem regresijo opravil na nivoju indeksa S&P 500. Splošen kazalnik kakovosti celotnega modela je determinacijski koeficient oziroma R^2 , ki znaša 0,819. Na podlagi vrednosti determinacijskih koeficientov lahko trdimo, da se funkcija zelo dobro prilega podatkom. Velikost t-statistike pokaže, da sta oba regresijska koeficienta statistično značilna, kar pomeni, da lahko na podlagi vzorčnih podatkov zavržemo ničelno hipotezo pri stopnji značilnosti, manjši od 0,05.

Na podlagi izračunanih koeficientov β lahko funkcijo zapišemo v naslednji obliki:

$$EG = -0,135 + 0,396 \times PAYOUT - 0,096 \times PEG \quad (10)$$

Povečanje spremenljivke *payout* za eno odstotno točko poveča prihodnjo triletno analizirano rast dobičkov za 0,396 odstotne točke. Zvišanje pretekle analizirane triletne rasti dobičkov za eno odstotno točko zniža prihodnjo analizirano triletno rast dobičkov za 0,096 odstotne točke. Slednje nakazuje, da se rast dobičkov vrača k povprečni vrednosti (angl. mean reversion), vendar ostaja povezava prihodnjih dobičkov v odnosu s spremenljivko *payout* kljub temu močna.

Enako sem regresijo opravil še nivoju indeksa STOXX Europe 600. Splošen kazalnik kakovosti celotnega modela je determinacijski koeficient oziroma R^2 , ki znaša 0,548. Na podlagi vrednosti determinacijskih koeficientov lahko trdimo, da se funkcija dobro prilega podatkom. Velikost t-statistike pokaže, da sta oba regresijska koeficienta statistično značilna, kar pomeni, da lahko na podlagi vzorčnih podatkov zavržemo ničelno hipotezo pri stopnji značilnosti, manjši od 0,05.

Na podlagi izračunanih koeficientov β lahko funkcijo zapišemo v naslednji obliki:

$$EG = -0,044 + 0,738 \times PAYOUT - 0,044 \times PEG \quad (11)$$

Povečanje spremenljivke *payout* za eno odstotno točko poveča prihodnjo triletno analizirano rast dobičkov za 0,738 odstotne točke. Zvišanje pretekle analizirane triletne rasti dobičkov za eno odstotno točko zniža prihodnjo analizirano triletno rast dobičkov za 0,04 odstotne točke. Slednje nakazuje, da se rast dobičkov vrača k povprečni vrednosti (angl. mean reversion), vendar povezava prihodnjih dobičkov v odnosu s spremenljivko *payout* kljub temu ostaja močna.

Bistvo pri analizi časovne serije je, da so le-te stacionarne. Namreč za uporabo modela časovnih vrst mora biti časovna vrsta stacionarna. Pred testiranjem vpliva višine deleža od dobička izplačanih dividend na prihodnjo rast dobičkov je zato potrebno najprej testirati stacionarnost spremenljivk. Linearna regresija namreč temelji na predpostavki, da so spremenljivke stacionarne. Pogoj za stacionarnost je, da sta pričakovana vrednost in varianca posamezne serije konstantni, vrednost kovariance med dvema obdobjema pa se skozi čas ne spreminja. Test stacionarnosti sem izvedel s pomočjo razširjenega testa Dickey-Fuller (angl. Augmented Dickey Fuller), ki preverja, ali posamezna vrsta vsebuje enotni koren in je s tem nestacionarna (Gujarati, 2003, str. 817). Omenjeni test je pokazal, da so preučevani časovni vrsti spremenljivke *payout* in rast dobičkov nestacionarni. Uporaba nestacionarnih časovnih serij pa je problematična pri podajanju zaključkov regresije, saj pri analizi lahko pride do pojava navidezne korelacije in s tem do pristranskih rezultatov.

4.2 Analiza na ravni podjetja

Namen analize povezave med deležem od dobička izplačanih dividend in prihodnjo rastjo dobičkov na ravni podjetja, torej na modelu tako imenovanih panelnih podatkov, je v odpravi slabosti pred tem predstavljene linearne regresije na nestacionarnih časovnih vrstah. Poleg tega obstaja pomembna razlika med agregatnimi rezultati in rezultati na nivoju podjetja. Borzna indeksa S&P 500 in STOXX Europe 600 sta kompozitna indeksa, tehtana s tržno kapitalizacijo podjetij, torej dividende politike, in rezultati nekaj največjih podjetij dominirajo v agregatnih rezultatih. Analiza na podlagi posameznega podjetja pa obravnava vse družbe kot enakovredne, torej zmanjšuje možnost, da bi nekaj velikih podjetij dominiralo pri rezultatih. Dve študiji to problematiko ilustrirata zelo jasno. Fama in French (2001, str. 3–43) poročata, da je delež javnih podjetij v ZDA, ki plačujejo dividende, močno upadel od leta 1978. Torej na nivoju podjetja družbe plačujejo manj dividend kot pred tem. V bolj nedavni študiji DeAngelo, DeAngelo in Skinner (2004, str. 425–456) predstavijo opažanje, da so agregirane dividende porasle od leta 1978, ker so sedaj bolj skoncentrirane v zelo velikih podjetjih.

4.2.1 Podatki in metodologija

Vir za pridobitev letnih podatkov je bil terminal Bloomberg. Vzorec vključuje delujoča podjetja, vključena v borzna indeksa S&P 500 in STOXX Europe 600. Iz analize so bila izključena podjetja, ki so uvrščena v finančni sektor ali v sektor javnih storitev, zaradi regulirane dejavnosti glede na druga podjetja uvrščena v indeks S&P 500 in v indeks STOXX Europe 600. Vzorec vključuje le podjetja, ki so izplačevala dividende in so beležila pozitivno vrednost dobička v proučevanem letu. Opazovano obdobje predstavlja 14 let (od leta 2002 do 2019), kar v primeru indeksa S&P 500 predstavlja 237 podjetij, vključenih v vzorec, in 2098 opazovanj. V primeru indeksa STOXX Europe 600 to predstavlja 310 podjetij, vključenih v vzorec, in 3302 opazovanj. Za posamezno podjetje so bili pridobljeni podatki o deležu od dobička izplačanih dividend v posameznem letu (t), letna realna rast dobička v

prihodnjem obdobju treh let ($t + 3$), logaritemaska vrednost tržne kapitalizacije podjetja, kazalnik dobičkonosnost sredstev (angl. return on assets), delež dolgov v celotnih sredstvih in letna realna rast dobička v preteklem obdobju treh let ($t - 3$). Ker test zahteva podatke za preteklo in prihodnjo rast dobičkov, je velikost vzorca padajoča funkcija preučevanega horizonta rasti dobičkov. To pomeni, da je zaradi podatka o triletni rasti dobičkov prvo proučevano leto 2005 in zadnje leto 2016.

Morebitno pozitivno razmerje med deležem od dobička izplačanih dividend in rastjo prihodnjega dobička na ravni podjetja bi predstavljalo neposreden vpliv na vrednotenje podjetja, zato sem s svojo analizo poskušal ugotoviti, ali rezultati Arnotta in Asnessa (2003, str. 70–84) na nivoju indeksa S&P 500 veljajo tudi za posamezna podjetja, vključena v ta indeks. V nadaljevanju svojega dela preverjam razmerje med deležem od dobička izplačanih dividend in prihodnjo realno rastjo dobičkov na ravni podjetja iz borznega indeksa S&P 500 in STOXX Europe 600 z uporabo naslednje regresijske enačbe:

$$EG_{0,t} = \alpha_0 + \beta_1 Payout + \beta_2 Size + \beta_3 ROA + \beta_4 LEV + \beta_5 PEG_{-t,0} + e \quad (12)$$

kjer je:

$EG_{0,t}$ – realna rast dobička, merjena kot letni dobiček delničarjev od leta 0 do leta t ; letna rast je bila izračunana za obdobje treh let, to pomeni $t = 3$,

Payout – delež od dobička izplačanih dividend, merjen kot izplačane dividende v letu 0, deljeno z dobičkom v letu 0,

Size – logaritem tržne kapitalizacije na koncu leta $t = 0$,

ROA (angl. return on assets) – dobičkonosnost sredstev, merjena kot dobiček v letu 0, deljeno s celotnimi sredstvi podjetja,

LEV (angl. leverage) – finančni vzvod, merjeno kot knjigovodska vrednost dolga, deljeno s celotnimi sredstvi podjetja,

$PEG_{-t,0}$ – pretekla letna realna rast dobička, merjena kot rast dobička od leta $-t$ do leta 0, kjer je $t = 3$ (osnovni postopek je enak kot pri spremenljivki EG, dolžina preteklega obdobja sovпада z dolžino prihodnjega obdobja rasti dobičkov).

V nadaljevanju na kratko predstavim metodologijo, ki sem jo uporabil v ekonometrični analizi in predstavlja osnovo moje empirične analize. V svojem modelu uporabljam tako imenovane panelne podatke. V praksi to pomeni, da analiziram več različnih podjetij v različnih časovnih obdobjih. V primeru svoje analize ob koncu vsakega poslovnega leta – torej je v tem primeru t -komponenta enaka enemu letu. Panelni podatki so lahko uravnoreženi ali neuravnoreženi. V primeru uravnoreženih podatkov to pomeni, da ima vsako podjetje enako število časovnih opazovanj. V nasprotnem primeru, če število ni enako, tem podatkom rečemo, da so neuravnoreženi (Gujarati & Porter, 2009, str. 593–594), kar velja v primeru moje analize.

V regresijski analizi sem uporabil tako imenovano metodo fiksnih učinkov (angl. fixed effect method). Sicer v praksi obstajata dve možnosti pri obravnavi panelnih podatkov. Navadno pa končno odločitev poda test, ki ga je potrebno obvezno opraviti pred izvedbo regresijske analize. V literaturi se ta imeuje »Hausmanov test« (Princeton University, 2007) in poda odgovor, ali je model naključnih učinkov primeren ali pa je na drugi strani primernejši model fiksnih učinkov. Nična hipoteza testa je, da se omenjena modela medsebojno pomembno ne razlikujeta. Testna statistika, ki jo je razvil Hausman, ima asimptotično χ^2 distribucijo. Če s testom zavrnemo nično hipotezo, je zaključek, da model naključnih učinkov ni najprimernejši za analizo, ker je zelo verjetno faktor napake koreliran z eno ali več pojasnjevalnimi spremenljivkami. V tem primeru uporabimo metodo fiksnih učinkov (Lapajne, 2018, str. 41).

Za podjetja iz borznega indeksa S&P 500 znaša povprečna letna realna stopnja rasti dobička 4,2 odstotka, moj vzorec sestavljajo podjetja, ki so v letu $t = 0$ poslovala z dobičkom, pri čemer so velike razlike med najmanjšo in najvišjo stopnjo letne rasti. Iz spodnje tabele je tudi razvidno, da znaša povprečna vrednost spremenljivke payout 43,2 odstotka, odklon med podjetji pa je precejšen. Najvišja vrednost te spremenljivke znaša 286,4 odstotka, kar pomeni, da je podjetje v določenem letu izplačalo višje dividende, kot je znašal celotni dobiček. Glede drugih preučevanih spremenljivk lahko ugotovimo, da so značilnosti vzorčnih družb podobne značilnostim tistih podjetij, ki izplačujejo dividende, kot jih navajata Fama in French (2001, str. 3–43).

V tabeli 4 je predstavljena opisna statistika za model napovedovanja prihodnjih dobičkov na nivoju podjetja iz borznega indeksa S&P 500.

Tabela 4: Opisna statistika modela rasti dobičkov, ameriška podjetja

| | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|--------|-------|-----------|--------|-------|
| EG | 0,042 | 0,222 | -0,895 | 1,568 |
| Payout | 0,432 | 0,341 | 0,012 | 2,864 |
| Size | 4,152 | 0,557 | 0,953 | 5,725 |
| ROA | 0,088 | 0,051 | -0,008 | 0,510 |
| LEV | 0,249 | 0,143 | 0,000 | 1,394 |
| PEG | 0,000 | 0,56898 | -4,115 | 3,795 |

Vir: lastno delo

Za podjetja iz borznega indeksa STOXX Europe 600 znaša povprečna letna realna stopnja rasti dobička 10,2 odstotka, moj vzorec sestavljajo podjetja, ki so v letu $t = 0$ poslovala z dobičkom, pri čemer so velike razlike med najmanjšo in najvišjo stopnjo letne rasti. Iz spodnje tabele je tudi razvidno, da znaša povprečna vrednost spremenljivke Payout 54,9 odstotka, odklon med podjetji pa je precejšen. Najvišja vrednost te spremenljivke znaša 500,0 odstotkov, kar pomeni, da je podjetje v določenem letu izplačalo višje dividende, kot je znašal celotni dobiček. Glede drugih preučevanih spremenljivk lahko ugotovimo, da so

značilnosti vzorčnih družb podobne značilnostim tistih podjetij, ki izplačujejo dividende, kot jih navajata Fama in French (2001, str. 3–43).

V tabeli 5 je predstavljena opisna statistika za model napovedovanja prihodnjih dobičkov na nivoju podjetja iz borznega indeksa STOXX Europe 600.

Tabela 5: Opisna statistika modela rasti dobičkov, evropska podjetja

| | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|--------|-------|-----------|--------|-------|
| EG | 0,102 | 0,320 | −0,861 | 6,480 |
| Payout | 0,549 | 0,453 | 0,0004 | 5,000 |
| Size | 3,890 | 0,705 | 1,739 | 6,008 |
| ROA | 0,086 | 0,102 | 0,000 | 2,355 |
| LEV | 0,222 | 0,137 | 0,000 | 0,864 |
| PEG | 0,094 | 0,401 | −5,555 | 6,480 |

Vir: lastno delo

Če se osredotočim še na korelacijski tabeli v nadaljevanju – za vse vrednosti so bile preverjene statistične značilnosti medsebojnih povezav. Podatki podpirajo ugotovitev, da je pozitivna korelacija med spremenljivko payout in rastjo dobičkov posledica vračanja dobičkov k povprečni vrednosti (angl. mean reversion) in lepljivih (angl. sticky) dividend. Vračanje k povprečni vrednosti lahko potrdimo z negativno korelacijo med preteklo in prihodnjo rastjo dobičkov. Opazim lahko tudi, da je spremenljivka payout negativno korelirana s preteklo rastjo dobičkov, povezava je statistično značilna. Negativno razmerje nakazuje, da ko je rast dobičkov visoka, dividende ne sledijo tempu rasti dobičkov, zaradi česar delež od dobička izplačanih dividend upade. Če predpostavimo, da se dobički vračajo k povprečni vrednosti (angl. mean reverting), potem v primeru nizke pretekle rasti dobičkov lahko pričakujemo visok delež od dobička izplačanih dividend in visoko prihodnjo rast dobičkov. Slednje vodi do pozitivne povezave med spremenljivko payout in prihodnjo rastjo dobičkov (*EG*) ter nudi podporo hipotezi, da je pozitivno razmerje posledica vračanja dobičkov k povprečni vrednosti skupaj z lepljivimi dividendami.

Iz tabele 6 izhaja, da je spremenljivka payout pozitivno korelirana z neodvisno spremenljivko, prihodnjo rastjo dobičkov, na nivoju podjetij iz borznega indeksa S&P 500.

Tabela 6: Korelacijska matrika, podjetja iz borznega indeksa S&P 500

| | EG | Payout | Size | ROA | LEV | PEG |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| EG | 1,000 | | | | | |
| Payout | 0,253 | 1,000 | | | | |
| Size | -0,087 | 0,089 | 1,000 | | | |
| ROA | -0,281 | -0,256 | 0,165 | 1,000 | | |
| LEV | 0,044 | 0,159 | -0,011 | -0,194 | 1,000 | |
| PEG | -0,124 | -0,129 | 0,086 | 0,195 | -0,046 | 1,000 |

Vir: lastno delo.

Iz tabele 7 izhaja, da je spremenljivka payout pozitivno korelirana z neodvisno spremenljivko, prihodnjo rastjo dobičkov, na nivoju podjetij iz borznega indeksa STOXX Europe 600.

Tabela 7: Korelacijska matrika, podjetja iz borznega indeksa STOXX Europe 600

| | EG | Payout | Size | ROA | LEV | PEG |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| EG | 1,000 | | | | | |
| Payout | 0,232 | 1,000 | | | | |
| Size | -0,173 | 0,066 | 1,000 | | | |
| ROA | -0,142 | -0,091 | -0,019 | 1,000 | | |
| LEV | 0,016 | 0,065 | 0,088 | -0,264 | 1,000 | |
| PEG | -0,223 | -0,222 | -0,001 | 0,153 | -0,059 | 1,000 |

Vir: lastno delo.

V nadaljevanju bom preučeval rast dobičkov v srednjeročnem časovnem intervalu (3 leta) predvsem iz dveh razlogov. Prvi je ta, da daljši časovni intervali potrebujejo večje število opazovanj, torej zahtevo, ki poveča pristranskost preživetja (angl. survivor bias), ko se poveča časovni interval opazovanja. V primeru preučevanja desetletne rasti dobičkov, kot sta to naredila Arnott in Asness (2003, str. 70–84) na nivoju indeksa S&P 500, bi z vključitvijo spremenljivke pretekle 10-letne rasti potreboval 21 letnih opazovanj na ravni podjetja, kar bi zmanjšalo velikost vzorca v tem magistrskem delu. Drugi razlog pa izhaja iz naložbene perspektive, in sicer, borzne vlagatelje in analitike bolj zanima kratkoročna do srednjeročna rast dobičkov, saj jo je mogoče napovedati z večjo verjetnostjo.

Glavna neodvisna spremenljivka v regresijskem modelu je *payout* oziroma delež od dobička izplačanih dividend od dobička. Negativni koeficient spremenljivke, poimenovane *payout*, bi v regresiji podprl splošno veljavno prepričanje Modiglianija in Millerja (1961, str. 411–433), da visokemu deležu izplačanih dividend sledi nizka rast dobičkov. Pozitiven koeficient

spremenljivke *payout* pa bi potrdil rezultate, ki sta jih predstavila Arnott in Asness (2003, str. 70–84).

Z namenom premagati vpliv pristranskosti izpuščene spremenljivke (angl. omitted variable bias) sem v začetno regresijo vključil še druge spremenljivke, za katere literatura navaja, da imajo vpliv na prihodnjo rast dobičkov. Spremenljivko *Size* sem vključil na podlagi rezultatov Chana, Karceskega in Lakonishoka (2003, str. 643–684), da velika podjetja beležijo nižje stopnje rasti prihodkov od prodaje in dobička iz rednega delovanja. Hipoteza življenjskega cikla podjetja nudi teoretično podporo različne stopnje rasti med velikimi in malimi podjetji, s preprosto razlago Schumpeterja (1934, str. 1–255), da podjetje z inovacijo privabi posnemovalna konkurenčna podjetja, kar postopoma privede do ničelnih dobičkov na trgu. Upošteva slednje, lahko pričakujem negativno vrednost koeficienta *Size*.

V model sem vključil tudi spremenljivko dobičkonosnost sredstev (*ROA*), saj ko je dobičkonosnost že precej visoka (drugi faktorji nespremenjeni), bi morala podjetja imeti težavo pri držanju stopnje rasti dobička na visokem nivoju oziroma podjetja beležijo vračanje dobičkonosnosti k povprečni vrednosti (angl. mean reversion). Takšen rezultat potrjujejo empirične akademske študije, vključujoč Freemana, Ohlsona in Penmana (1982, str. 639–653) in Fama in Frencha (2000, str. 161–175). Razlog je v tem, da v konkurenčnem okolju tržna konkurenca poskrbi, da nenormalni dobički niso vzdržni, kar privede do znižanja stopnje rasti dobičkov. Zato predpostavljam, da je dobičkonosnost sredstev, torej spremenljivka *ROA*, negativno povezana s prihodnjo rastjo dobička.

Nadzorovanje zadolženosti podjetja, spremenljivka *LEV*, je osnovano na podlagi pričakovanja, da bodo podjetja z visokim deležem dolga v sredstvih imela večje investicije, kot to ugotavljata Fama in French (2002, str. 1–33), ter zato višjo prihodnjo rast dobička. Na podlagi te ugotovitve predvidevam, da bo razmerje med deležem dolga v sredstvih in rastjo dobičkov pozitivno.

V svoji študiji sta Arnott in Asness (2003, str. 70–87) z nadzorovanjem pretekle rasti dobičkov upoštevala možnost vračanja dobičkov k povprečni vrednosti (angl. mean reversion). V regresiji sem zato upošteval tudi to možnost, in sicer sem v testu uporabil enako časovno obdobje opazovanj za pretekle in prihodnje dobičke. To pomeni, da sem za napovedovanje triletne rasti dobičkov uporabil enako obdobje rasti dobičkov v preteklih treh letih. Pričakujem negativno vrednost koeficienta *PEG*, torej pretekle rasti dobičkov, saj teorija konkurenčnih trgov predpostavlja, da bodo v dobičkonosne panoge vstopila nova podjetja, kar bo vodilo k višji konkurenci in znižanju dobičkov, kot to ugotavljata Fama in French (2000, str. 161–175).

4.2.2 Regresijski model

V spodnji tabeli 8 predstavim podatke regresijske analize osnovnega modela prihodnjih dobičkov na panelnih podatkih, ki so bili pripravljene po enačbi (12) v poglavju 4.2.1. Podatki se nanašajo na podjetja, vključena v borzni indeks S&P 500. Spremenljivko *LEV* (angl. leverage) sem iz regresijske enačbe izpustil, saj ni statistično značilna.

Tabela 8: Rezultati modela prihodnjih dobičkov podjetij iz indeksa S&P 500

| Odvisna spremenljivka EG | Coef. | t | P>t |
|-----------------------------|--------|--------|-----|
| Pojasnjevalne spremenljivke | | | |
| Payout | 0,170 | 9,87 | *** |
| Size | -0,136 | -5,31 | *** |
| ROA | -2,290 | -14,99 | *** |
| PEG | -0,019 | -1,41 | |
| Konstanta | 0,347 | 7,03 | *** |
| N | 2098 | | |
| F | 158,06 | | *** |
| R ² | 0,2540 | | |
| F- Hausman | 173,39 | | |

Vir: lastno delo

Legenda spremenljivk: *EG* – letna realna rast dobička v času $t + 3$ leta za podjetje i ; *Payout* – delež od dobička izplačanih dividend, merjen kot izplačane dividende v letu t , deljeno z dobičkom v letu t , za podjetje i ; *Size* – logaritem tržne kapitalizacije v letu t za podjetje i ; *ROA* – dobičkonosnost sredstev, merjena kot dobiček v letu t , deljeno s celotnimi sredstvi, za podjetje i ; *PEG* – pretekla letna realna rast dobička v času $t - 3$ leta za podjetje i .

Regresija je opravljena na podlagi panelnih podatkov, in sicer z metodo fiksnih učinkov. Za model je bil opravljen Hausmannov test, ki je ovrgel nično hipotezo. Podatki o t-statistiki so podani desno od vrednosti koeficientov v oklepajih. Koeficienti in F-statistika (tako modela kot tudi Hausmanovega testa), ki so statistično značilni, so identificirani z naslednjimi oznakami: * = p vrednost < 0,1, ** = p vrednost < 0,05, *** = p vrednost < 0,01.

Za vse spremenljivke je bil opravljen test t-statistike, na podlagi katere je določeno, ali je določena spremenljivka statistično značilna. Prav tako je bila ocenjena učinkovitost modela kot celote, saj je bila na podlagi modela in podatkov opravljena F-statistika, če obstaja možnost, da so vse spremenljivke hkrati enake 0. Test je pokazal, da lahko z veliko verjetnostjo zavrnilo nično hipotezo, kar posledično pomeni, da je ekonometrični model ustrezno zastavljen. V ekonometrični analizi je bilo v vzorcu 2.098 primerov (neuravnovežena panelna analiza), pojasnjevalna moč osnovnega modela prihodnje rasti dobičkov (R^2) je 25,40 odstotkov.

Za namen uporabe ustrezne metode (fiksni ali naključni učinki) je bil opravljen Hausmanov test. Na podlagi F-statistike lahko zavrnem nično hipotezo, kar pomeni, da je ustrezno z metodologijo primernejši model fiksnih učinkov.

V ekonometrični analizi so vse spremenljivke, razen *PEG*, statistično značilne pri p vrednosti $< 0,01$. Koeficient spremenljivke v modelu rasti prihodnjih dobičkov – *Payout* je pozitiven. To pomeni, da če vrednost neodvisne spremenljivke naraste za eno enoto, bo vrednost *EG* ravnino tako tako narasla za določen odstotek (višina je odvisna od vrednosti koeficienta) ob predpostavki, da ostanejo vsi ostali pogoji nespremenjeni. Na drugi strani so koeficienti *Size*, *ROA* in *PEG* negativni. To pomeni, da če vrednost neodvisne spremenljivke naraste za eno enoto, se bo vrednost *EG* zmanjšala za določen odstotek (višina je odvisna od vrednosti koeficienta) ob predpostavki, da ostanejo vsi drugi pogoji nespremenjeni. V povezavi koeficientov z raziskovano tematiko sem tako potrdil, da je prihodnja rast dobičkov nižja pri velikih podjetjih, saj ta beležijo nižje stopnje rasti prihodkov od prodaje in dobička iz rednega delovanja. Poleg tega sem potrdil, da v konkurenčnem okolju tržna konkurenca poskrbi, da nenormalni dobički niso vzdržni, kar privede do znižanja stopnje rasti dobičkov, tako je vrednost kazalnika *ROA* negativno povezana s prihodnjo rastjo dobičkov. Pozitiven koeficient spremenljivke *Payout* potrjuje ugotovitve Arnotta in Asnessa (2003, str. 70–87) na agregiranih podatkih na ravni indeksa S&500, da podjetja z večjim deležem izplačanih dobičkov beležijo višjo prihodnjo rast dobička. Negativen koeficient spremenljivke *PEG* ni statistično značilen, tako da vračanja dobičkov k povprečni vrednosti (angl. mean reversion) ne morem potrditi. Pomembneje, spremenljivka *PEG* ni zmanjšala napovedne moči spremenljivke *Payout*, kar kaže, da vračanje dobičkov k povprečni vrednosti ni razlog za pozitivno razmerje med deležem izplačanih dividend in prihodnjo rastjo dobičkov. Z analizo omenjene povezave sem predpostavil, da rast dobičkov zasleduje simetričen vzorec, se pravi, višji rasti dobičkov v triletnem obdobju bi tako sledila nižja rast v naslednjem triletnem obdobju. V realnosti gibanje rasti dobičkov ni nujno simetrično. Dobitki lahko rastejo eno leto, potem pa padajo za denimo tri leta oziroma v kakršnikoli drugi povezavi med preteklo in prihodnjo rastjo. Pozitivna povezava med spremenljivko *Payout* in prihodnjo rastjo dobičkov je tako lahko posledica vračanja dobičkov k povprečni vrednosti, vendar se to zaradi predpostavljenih simetričnih ciklov rasti dobičkov v moji regresiji ne odraža.

V spodnji tabeli 9 predstavim podatke regresijske analize osnovnega modela prihodnjih dobičkov na panelnih podatkih, ki je bila pripravljena po enačbi (12) v poglavju 4.2.1. Podatki se nanašajo na podjetja, vključena v borzni indeks STOXX Europe 600. Spremenljivko *LEV* sem iz regresijske enačbe izpustil, saj ni statistično značilna.

Tabela 9: Rezultati modela prihodnjih dobičkov podjetij iz indeksa STOXX Europe 600

| Odvisna spremenljivka EG | Coef. | t | P>t |
|-----------------------------|---------|--------|-----|
| Pojasnjevalne spremenljivke | | | |
| Payout | 0,175 | 13,38 | *** |
| Size | -0,234 | -10,90 | *** |
| ROA | -1,359 | -11,64 | *** |
| PEG | -0,150 | -11,07 | *** |
| Konstanta | 1,048 | 12,74 | *** |
| N | 3295 | | |
| F | 232,84 | | *** |
| R ² | 0,2381 | | |
| F- Hausman | 1148,70 | | |

Vir: lastno delo

Legenda spremenljivk: *EG* – letna realna rast dobička v času $t + 3$ leta za podjetje i ; *Payout* – delež od dobička izplačanih dividend, merjen kot izplačane dividende v letu t , deljeno z dobičkom v letu t , za podjetje i ; *Size* – logaritem tržne kapitalizacije v letu t za podjetje i ; *ROA* – dobičkonosnost sredstev, merjena kot dobiček v letu t , deljeno s celotnimi sredstvi, za podjetje i ; *PEG* – pretekla letna realna rast dobička v času $t - 3$ leta za podjetje i .

Regresija je opravljena na podlagi panelnih podatkov, in sicer z metodo fiksnih učinkov. Za model je bil opravljen Hausmannov test, ki je ovrgel nično hipotezo. Podatki o t-statistiki so podani desno od vrednosti koeficientov v oklepajih. Koeficienti in F-statistika (tako modela kot tudi Hausmanovega testa), ki so statistično značilni, so identificirani z naslednjimi oznakami: * = p vrednost < 0,1, ** = p vrednost < 0,05, *** = p vrednost < 0,01.

Za vse spremenljivke je bil opravljen test t-statistike, na podlagi katere je določeno, ali je določena spremenljivka statistično značilna. Prav tako je bila ocenjena učinkovitost modela kot celote, saj je bila na podlagi modela in podatkov opravljena f-statistika, če obstaja možnost, da so vse spremenljivke hkrati enake 0. Test je pokazal, da lahko z veliko verjetnostjo zavrnemo nično hipotezo, kar posledično pomeni, da je ekonometrični model ustrezno zastavljen. V ekonometrični analizi je bilo v vzorcu 3.295 primerov (neuravnotežena panelna analiza), pojasnjevalna moč osnovnega modela prihodnje rasti dobičkov (R^2) je 23,81 odstotkov.

Za namen uporabe ustrezne metode (fiksnih ali naključnih učinkov) je bil opravljen Hausmanov test. Na podlagi f-statistike lahko zavrnem nično hipotezo, kar pomeni, da je ustrezno z metodologijo primernejši model fiksnih učinkov.

V ekonometrični analizi so vse spremenljivke statistično značilne pri p vrednosti < 0,01. Koeficient spremenljivke v modelu rasti prihodnjih dobičkov – *Payout* je pozitiven. To

pomeni, da če vrednost neodvisne spremenljivke naraste za eno enoto, bo vrednost *EG* ravno tako tako narasla za določen odstotek (višina je odvisna od vrednosti koeficienta) ob predpostavki, da ostanejo vsi drugi pogoji nespremenjeni. Na drugi strani so koeficienti *Size*, *ROA* in *PEG* negativni. To pomeni, da če vrednost neodvisne spremenljivke naraste za eno enoto, se bo vrednost *EG* zmanjšala za določen odstotek (višina je odvisna od vrednosti koeficienta) ob predpostavki, da ostanejo vsi drugi pogoji nespremenjeni. V povezavi koeficientov z raziskovano tematiko sem tako potrdil, da je prihodnja rast dobičkov nižja pri velikih podjetjih, saj ta beležijo nižje stopnje rasti prihodkov od prodaje in dobička iz rednega delovanja. Poleg tega sem potrdil, da v konkurenčnem okolju tržna konkurenca poskrbi, da nenormalni dobički niso vzdržni, kar privede do znižanja stopnje rasti dobičkov, tako je vrednost kazalnika *ROA* negativno povezana s prihodnjo rastjo dobičkov. Pozitiven koeficient spremenljivke *Payout* potrjuje ugotovitve Arnotta in Asnessa (2003, str. 70–87) na agregiranih podatkih na ravni indeksa S&500, da podjetja z večjim deležem izplačanih dobičkov beležijo višjo prihodnjo rast dobička. Negativen koeficient spremenljivke *PEG* je statistično značilen, tako da sem vračanje dobičkov k povprečni vrednosti (angl. mean reversion) lahko potrdil. Pomembneje, spremenljivka *PEG* ni zmanjšala napovedne moči spremenljivke *payout*, kar kaže, da vračanje dobičkov k povprečni vrednosti ni razlog za pozitivno razmerje med deležem izplačanih dividend in prihodnjo rastjo dobičkov. Z analizo omenjene povezave sem sicer predpostavil, da rast dobičkov zasleduje simetričen vzorec, se pravi, višji rasti dobičkov v triletnem obdobju bi tako sledila nižja rast v naslednjem triletnem obdobju. V realnosti gibanje rasti dobičkov ni nujno simetrično. Dobitki lahko rastejo eno leto, potem pa padajo za denimo tri leta oziroma v kakršnikoli drugi povezavi med preteklo in prihodnjo rastjo. Pozitivna povezava med spremenljivko *payout* in prihodnjo rastjo dobičkov (*EG*) je tako lahko posledica vračanja dobičkov k povprečni vrednosti, vendar se to zaradi predpostavljenih simetričnih ciklov rasti dobičkov v moji regresiji ne odraža.

V povezavi z ekonometrično analizo na ravni podjetja, predstavljeno v tem poglavju, je potrebno izpostaviti nekatere omejitve te raziskave. Kot prvo, podjetja pomemben delež dobičkov izplačujejo tudi v obliki odkupov lastnih delnic, ki jih v magistrskem delu nisem vključil v obravnavani ekonometrični model in bi lahko vplivali na zaključke te analize. Rezultat ekonometrične analize, torej da je višji delež izplačanih dividend povezan s višjo prihodnjo rastjo dobičkov, pa je potrebno pazljivo interpretirati, saj za podjetje, ki bi konstantno izplačevalo celoten dobiček intuitivno ne gre pričakovati, da bi ob ostalih pogojih nespremenjenih v prihodnosti lahko dolgoročno dosegalo višjo stopnjo rasti dobička od podjetja, ki del svojega dobička nameni za investicije, ki povečujejo vrednost za delničarje. Kot zadnje pa ugotovljena pozitivna povezava med deležem izplačanih dividend in prihodnjo rastjo dobičkov v triletnem obdobju morda ne velja v daljših ali krajših obdobjih rasti dobičkov, zato takšne povezave ne moremo enostavno splošiti tudi na druga obdobja rasti.

SKLEP

Empirični dokazi kažejo, da so dividende povezane z različnimi značilnostmi podjetja, kot so velikost, dobičkonosnost, priložnosti za rast, zrelost podjetja, lastniška struktura itd. Povezavo je mogoče najti tudi med dividendami in značilnostmi trga, na katerem podjetja poslujejo, kot so davki, pravno varstvo vlagateljev, tržna konkurenca, naklonjenost vlagateljev do dividend, med tem, ali je podjetje javno ali zasebno, kot tudi razpoložljivost substitutnih oblik izplačila podjetij, primarno v obliki odkupov delnic. Ugotovitve v povezavi s tem imajo velike posledice na obstoječe teorije dividendnih politik in nakazujejo smer za prihodnje raziskovanje na tem področju.

Pri omenjanju teorije dividend ne moremo izpustiti raziskovalcev Millerja in Modiglianija, ki sta v svojem pionirskem delu pokazala, da pod določenimi predpostavkami dividende niso pomembne pri določanju vrednosti podjetja. Njuno delo predstavlja radikalno odstopanje od predhodnih pogledov na dividendno politiko in je eno prvih, ki uporablja analitične tehnike za obravnavo finančnih tem. Poleg tega je imel vpliv teorije nepomembnosti dividend izjemen vpliv na nadaljnje finančne raziskave. Raziskovalci so poskušali najti razloge za obstoj dividend, in sicer na področju različnih delov trga, kot so davki, transakcijski stroški, nepopolne informacije in upoštevanje preferenc vlagateljev.

Anketne raziskave, ki se osredotočajo na dividende in odkupe delnic, so omogočile pomemben vpogled v razmišljanje menedžerjev o dividendni politiki v njihovih podjetjih. Čeprav zaključki anket pogosto potrjujejo empirične napovedi glede vedenja menedžerjev, jih v nekaterih primerih tudi zavrnejo. Kot primer potrditve Lintnerjeva (1956, str. 97-113) klasična dividendna študija razkriva prepričanje menedžerjev, da delničarji preferirajo stabilna dividenda plačila, zaradi česar konzervativno postavijo deleže izplačanih dividend iz dobička ter jih postopno dvigajo k ciljnemu deležu v času, ko dobički rastejo. Poznejše ankete potrjujejo veliko Lintnerjevih ugotovitev in ponudijo dodatne dokaze glede menedžerskih motivov za izplačevanje dividend.

Pri pregledu preteklih trendov v dividendah in dividendnih plačnikih je potrebno opozoriti na pojav izginjanja dividend, ki se je pojavil v ZDA v poznem dvajsetem stoletju. Raziskovalci so prišli do več verjetnih razlag za zmanjšanje naklonjenosti podjetij do izplačila dividend. Vse do danes sicer ni univerzalno sprejete razlage za izginjanje dividend. Medtem ko ena veja literature dvomi v obstoj takšnega fenomena, pa druga struja avtorjev trdi, da je bil takšen fenomen le kratkotrajen, saj je naklonjenost za izplačilo dividend v porastu od začetka novega tisočletja. Čeprav študije na področju držav, ki ne zajemajo ZDA, opažajo podoben upad v naklonjenosti podjetij do izplačila dividend, je magnituda tega pojava precej manj intenzivna in z veliko krajšo zgodovino.

Arnott in Asness (2003, str. 70–87) sta analizirala povezavo med deležem izplačanih dividend od dobička in prihodnjo rastjo dobičkov na podlagi borznega indeksa S&P 500.

Avtorja sta ugotovila, da je agregiran delež izplačanih dividend povezan z visoko in ne nizko agregirano prihodnjo rastjo dobičkov. To je v nasprotju s splošnim prepričanjem, da nizka stopnja izplačanega dobička signalizira visoko prihodnjo rast dobičkov, saj podjetja izplačujejo manj dividend v času priložnosti za rast poslovanja. Poznejše raziskave povezave med deležem od dobička izplačanih dividend in prihodnjo rastjo dobičkov, ki se opirajo na pionirsko delo Arnotta in Asnessa (2003, str. 70–84), izpostavljajo glavno pomanjkljivost njune analize, da so pri regresiji na podlagi metode najmanjših kvadratov bile uporabljene nestacionarne časovne vrste, zaradi česar so rezultati regresije lahko navidezni, torej nerealni. Kljub temu pa te raziskave na nivoju borznih indeksov z uporabo naprednega modela za vektorsko popravljanje napak ne uspejo ovreči ugotovitev Arnotta in Asnessa (2003, str. 70–84) oziroma te celo še podkrepijo.

Magistrsko delo je tako nastalo z namenom preučevanja vpliva deleža izplačanih dividend na prihodnjo rast dobičkov na nivoju posameznega podjetja. V empiričnem delu magistrskega dela sem preučeval vzorec podjetij iz borznih indeksov S&P 500 in STOXX Europe 600 v krajšem časovnem obdobju kot Arnott in Asness (2003, str. 70–84). Test je vključeval nadzor za vračanje dobičkov k poprečju, rezultat analize pa kaže na močno in pozitivno povezavo med trenutnim deležem izplačanih dividend in prihodnjo rastjo dobičkov. Pričujoči podatki na podlagi analize na nivoju posameznega podjetja dopolnjujejo analizo Arnotta in Asnessa (2003, str. 70–84). Rezultati iz empiričnega dela kažejo, da je visok delež od dobička izplačanih dividend povezan z visoko prihodnjo rastjo dobičkov, kar je nasprotno od splošno sprejetih razlag. Rezultati Arnotta in Asnessa (2003, str. 70–84) se nanašajo na analizo na nivoju borznega indeksa S&P 500, medtem ko rezultati, ki so predstavljeni v tem magistrskem delu, kažejo, da ta povezava drži tudi na ravni posameznega podjetja.

LITERATURA IN VIRI

1. Allen F., Bernardo, E. A. & Welch I. (2000). A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. *Journal of Finance*, 55(6), 2499–2536.
2. Allen, F. & Michaely, R. (2003). Payout Policy. In *Handbook of the Economics of Finance*, ed. George Constantinides, Milton Harris, and Rene M. Stulz, 337–429. Amsterdam: Elsevier-North Holland.
3. Amihud, Y. & Li, K. (2006). The Declining Information Content of Dividend Announcements and the Effects of Institutional Holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(3), 637–660.
4. Ang, J. S. 1987. *Do Dividends Matter? A review of Corporate Dividend Theories and Evidence*. *Moograph Series in Finance and Economics*, New York Univ. Stern School.
5. Ang, J. S. & Peterson, D. R. (1985). Return, Risk, and Yield: Evidence from Ex Ante Data. *Journal of Finance*, 40(2), 537–548.

6. Arnott, D. R. & Asness, S. C. (2003). Surprise! Higher Dividends = Higher Earnings Growth. *Financial Analysts Journal*, 59(1), 70–84.
7. Asquith, P. & Mullins, D. W. (1983). The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth. *Journal of Business*, 56(1), 77–96.
8. Bagwell, L. & Shoven, J. (1989). Cash Distributions to Shareholders. *Journal of Economics Perspectives*, 3(3), 129–149.
9. Baker, H. K. (2009). *Dividends and dividend policy*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
10. Baker, H. K., Farrelly, G. E. & Edelman, R. B. (1985). A survey of Management Views on Dividend Policy. *Financial Management* 14(3), 78–84.
11. Baker, H. K. & Powell, G. E. (1999). How Corporate Managers View Dividend Policy. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 38(2), 17–35.
12. Baker, H. K., Powell, G. E. & Veit, E. T. (2002). Revisiting the Dividend Puzzle: Do All of the Pieces Now Fit? *Review of Financial Economics* 11(4). 241–261.
13. Baker, H. K., Veit, E. T. & Powell, G. E. (2001). Factors Influencing Dividend Policy Decisions of Nasdaq Firms. *Financial Review* 38(3), 19–38.
14. Baker, M. & Wurgler, J. (2004a). A Catering Theory if Dividends. *Journal of Finance*, 59(3), 1125–1165.
15. Baker, M. & Wurgler, J. (2004b). Appearing and Disappearing Dividends: The Link to Catering Incentives. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 271–288.
16. Bank, S. A. (2006). “*Dividends and Tax Policy in the Long Run.*” *UCLA School of Law, Law–Econ Research Paper No. 06-06*, 1–57. Pridobljeno 10. oktobra 2020 iz <http://ssrn.com/abstract=886583>,.
17. Becht, M. & Roell, A. (1999). Blockholdings in Europe: An International Comparison. *European Economic Review* 43(4-6), 1049–1056.
18. Benito, A. & Young, G. (2001). Hard Times or Great Expectations? Dividend Omission and Dividend Cuts by U. K. Firms. *Working Paper, Bank of England*, 1–37. Pridobljeno 10. oktobra 2020 iz <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/2001/hard-times-or-great-expectations-dividend-omissions-and-dividend-cuts-by-uk-firms.pdf?la=en&hash=6D5B47A09E8890EC7C54014622891FA98F77E748>
19. Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and The Bird in the Hand Fallacy. *Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270.
20. Black, F. (1976). The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2(2), 5–8.
21. Black, F. & Scholes, M. (1974). The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns. *Journal of Financial Economics*, 1(1). 1–22.
22. Blouin, J., Raedy, J. & Shackelford, D. (2004). *The Initial Impact of the 2003 Reduction in the Dividend Tax Rate. Working paper, University of North Carolina at Chapel Hill*, 1–39. Pridobljeno 10. oktobra 2020 iz <https://core.ac.uk/download/pdf/6716251.pdf>
23. Blume, M. (1980). Stock Return and Dividend Yield: Some More Evidence. *Review of Economics and Statistics* 62(4), 567–577.
24. Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R. & Michaely, R. (2005). Payout Policy in the 21st Century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483–527.

25. Brennan, M. J. (1970). Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy. *National Tax Journal*, 23(4), 407–416.
 26. Brickley, J. (1983). Shareholders Wealth, Information Signaling, and the Specially Designated Dividend: An Empirical Study. *Journal of Financial Economics*, 12(2), 187–209.
 27. Chan, L., Karceski, J. & Lakonishok, J. (2003), The level and persistence of growth rates. *Journal of Finance*, 58, 643–84.
 28. Chen, G., Firth, M. & Gao, N. D. (2002). The Information Content of Concurrently Announced Earnings, Cash Dividends, and Stock Dividends: An Investigation of the Chinese Stock Market. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 13(2), 101–124.
 29. Chetty, R. & Saez, E. (2005). Dividend Taxes and Corporate Behavior: Evidence from 2003 Dividend Tax Cut. *Quarterly Journal of Economics*, 120(3), 791–883.
 30. Correia da Silva., Goergen, M. & Renneboog, L. (2004). Dividend Policy and Corporate Governance. Oxford: Oxford University Press.
 31. Cunningham, L. A. (1999). Commonalities and Prescriptions in the Vertical Dimension of Global Corporate Governance. *Cornell Law Review* 84(5), 1133–1194.
 32. DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Skinner, D. J. (2004). Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings. *Journal of Financial Economics*, 72(3), 425–456.
 33. DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Stulz, R. M. (2006). Dividend Policy and the Earned / Contributed Capital Mix: A Test of Lifecycle Theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227–354.
 34. Denis, D., Denis D. & Sarin, A. (1994). The Information Content of Dividend Change: Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clienteles. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(4), 567–585.
 35. 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.
 36. Dittmar, A. & Dittmar, R. (2004). Stock Repurchase Waves: An Explanation of the Trends in Corporate Payout Policy. *Working paper, University of Michigan*, 1–50.
- Pridobljeno 10. oktobra 2020 iz
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=346548
37. Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency Cost Explanations of Dividends. *American Economics Review* 74(4), 650–659.
 38. Faccio, M., Lang, L. H. P. & Young, L. (2001). Dividends and Expropriation. *American Economic Review* 91(1), 54–78.
 39. Fama, E. F., & French, K. R. (2000), Forecasting Profitability and Earnings. *Journal of Business*, 73, 161–175.
 40. 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.

41. Fama, E. F. & French, K. R. (2002). Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies* 15(1), 1–33.
42. Farrar, D. E. & Selwyn, L. L. (1967). Taxes, Corporation Financial Policy and Return to Investors. *National Tax Journal*, 20(4), 444–454.
43. Fenn, G. W. & Liang, N. (2001). Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives. *Journal of Financial Economics*, 60(1), 45–72.
44. Ferris, S. P., Sen, N. & Yui, H. P. (2006). God Save the Queen and Her Dividends: Corporate Payouts in the United Kingdom. *Journal of Business*, 79(3), 1149–1173.
45. Freeman, R. N., Ohlson, J. A., & Penman, S. H. (1982). Book rate-of-return and prediction of earnings changes: An empirical investigation. *Journal of Accounting Research*, 20, 639–653.
46. Gaver, J. & Gaver, K. (1993). Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Accounting and Economics*, 60(1), 45–72.
47. Goergen, M., Renneboog, L. & Correia Da, Silva. L. (2005). When Do German Firms Change Their Dividends? *Journal of Corporate finance*, 11(1–2), 375–399.
48. Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings and Stock Prices. *Review of Economics and Statistics* 41(2), 99–105.
49. Gordon, M. J. (1962). The Savings, Investment, and Valuation of a Corporation. *Review of Economics and Statistics* 44(1), 37–51.
50. Graham, B. & Dodd, D. (1951). *Security Analysis: Principles and Techniques* (3. izd.). New York: McFraw–Hill. 1–894.
51. Grinstein, Y. & Michaely, R. (2005). Institutional Holdings and Payout Policy. *Journal of Finance*, 60(3), 1389–1426.
52. Grossman, S. J. & Hart, O. D. (1980). Takeovers Bids, the Free–Rider Problem, and the Theory of Corporation. *Bell Journal of Economics*, 11(1), 42–54.
53. Grullon, G. & Michaely, R. (2002). Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypotesis. *Journal of Finance*, 57(4), 1649–1684.
54. Grullon, G. & Michaely, R. (2007). *Corporate Payout Policy and Product Market Competition? Working Paper, Cornell University*, 1–33. Pridobljeno 10. oktobra 2020 iz https://www.ou.edu/dam/price/Finance/CFS/paper/pdf/PMC_DIV.pdf
55. Grullon, G., Michaely, R. & Swaminathan, B. (2002). Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *Journal of Business*, 75(3), 387–424.
56. Guay, W. & Harford, J. (2000). The Cash–Flow Permanence and Information Content of Dividends versus Repurchases. *Journal of Financial Economics*, 57(3), 385–415.
57. Gugler, K. (2003). Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation between Dividends, R&D, and Capital Investment. *Journal of Banking and Finance*, 27(7), 1297–1321.
58. Gugler, K. & Yurtoglu, B. B. (2003). Corporate Governance and Dividend Pay–out Policy in Germany. *European Economic Review* 47(4), 731–758.
59. Gujarati, D.N. (2003). *Basic econometrics* (4. izd.). Boston: McGraw–Hill.
60. Gujarati, D.N. & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics*. New York: Douglas Reiner.

61. Ibbotson, R. G. & Chen, P. (2003). "Long-Run Stock Returns: Participating in the Real Economy." *Financial Analysts Journal*, 59(1), 1–12.
62. Jagannathan, M., Stephens, C. & Weisbach, M. (2000). Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases. *Journal of Financial Economics*, 57(3), 355–384.
63. Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review* 76(2), 323–329.
64. John, K. & Williams, J. (1985). Dividends, Dilution, and Taxes: A signaling Equilibrium. *American Economic Review* 76(2), 1053–1070.
65. Julio, B. & Ikenberry, D. L. (2004). Reappearing Dividends. *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(4), 89–100.
66. Julio, B. & Ikenberry, D. L. (2005). Reappearing Dividends. *Journal of Finance*, 55(1), 1–33.
67. Kalay, A. 1982. Stockholder-Bondholder Conflict and Dividend Constraint. *Journal of Financial Economics*, 10(2), 211–233.
68. La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *Journal of Finance*, 55(1), 1–33.
69. Lapajne, A. (2018). *Relevantnost odhodkov za raziskave in razvoj za določanje tržne vrednosti kapitala* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
70. Lease, R., Kose, J., Avner, K., Loewenstein, U. & Oded, S. (2000). Dividend Policy: Its impact on Firm Value. Oxford: Oxford University Press, 1–219.
71. Lee, K. F. (2010), An Empirical Study of Dividend Payout and Future Earnings in Singapore. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies* 13(2), 5.
72. Li, W. & Lie, E. (2006). Dividend Changes and Catering Incentives. *Journal of Financial Economics*, 80(2), 293–308.
73. Lie, E. & Lie, H. J. (1999). The Role of Personal Taxes in Corporate Decisions: An Empirical Analysis of Share Repurchase and Dividends. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 34(4), 533–552.
74. Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes. *American Economic Review* 46(2), 97–113.
75. Litzenberger, R. H. & Ramaswamy, K. (1982). The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects. *Journal of Finance*, 37(2), 429–443.
76. Michaely, R. & Roberts, M. R. (2007). *Corporate Dividend Policies: Lessons from Private Firms. Working Paper, University of Pennsylvania*, 1–39. Pridobljeno 10. oktobra 2020 iz https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=927802
77. Miller, M. H. & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business* 34(4), 411–433.
78. Miller, M. H. & Rock, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *Journal of Finance* 40(4), 1031–1051.
79. Miller, M. & Scholes, M. (1978). Dividends and taxes. *Journal of Financial Economics*, 6(4), 333–364.

80. Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963). Corporate income Taxes and the Cost of Capital: A correction. *American Economic Review* 53(3), 433–444.
81. Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39 (3) 575–592.
82. Myers, S. & Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions Where Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
83. Perez Gonzalez, F. (2003). Large Shareholders and Dividends: Evidence from U. S. Tax Reforms. Working Paper, University of Pennsylvania 1–42.
84. Peterson, P. P., Peterson, D. R. & Ang, J. S. (1985). Direct Evidence on the Marginal Rate of Taxation on Dividend Income. *Journal of Financial Economics*, 14(2), 267–282.
85. Poterba, J. & Summers, L. H. (1984). New Evidence that Taxes Affect the Valuation of Dividends. *Journal of Finance*, 39(5), 1397–1415.
86. Princeton University. (2007). Panel Data Analysis Fixed and Random Effects using Stata. Pridobljeno 24. novembra 2020 iz <https://www.princeton.edu/~otorres/Panel101.pdf>
87. Renneboog, L. & Trojanowski, G. (2005). *Patents in Payout Policy and Payout Channel Choice of U. K. Firms in the 1990s'*. Working paper, European Corporate Governance institute, 1–53. Pridobljeno 10. oktobra 2020 iz <https://ore.exeter.ac.uk/repository/bitstream/handle/10036/4266/0605.pdf;sequence=9>
88. Richardson, S. (2006). Over-investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies* 11(2-3), 159–189.
89. Rozeff, M. (1982). Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249–259.
90. Scholz, J. K. (1992). A Direct Examination of the Dividend Clientele Hypothesis. *Journal of Public Economics*, 49(3), 261–285.
91. Schumpeter, J. A. (1934), *The Theory of Economic Development*. Cambridge: *Harvard University Press*, New York, 1–255.
92. Shefrin, H. M. & Statman, M. (1984). Explanatory Investor Preference for Cash Dividends. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 253–282.
93. Shiller, R. (brez datuma). *U. S. Stock Markets 1871-Present and CAPE Ratio*. Pridobljeno 24. novembra 2020 iz <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>
94. Skinner, D. J. (2008). The Evolving Relation between Earnings, Dividends, and Stock Repurchases. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 582–609.
95. Smith, C. W. & Watts, R. L. (1992). The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics*, 32(3), 263–292.
96. Smith, C. W. & Warner, J. B. (1979). On Financial Contracting: An analysis of Bond Covenants. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 117–161.
97. von Eije, Henk J. & Megginson, W. L. (2008). »Dividend Policy and Share Repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics*, 89(2), 347–374.

PRILOGE

Priloga 1: Letna agregirana denarna razdelitev delničarjem

| Leto | Celotno izplačilo delničarjem (v mrd USD) | Dividendna izplačila (v mrd USD) | Odkupi delnic (v mrd USD) |
|------|---|----------------------------------|---------------------------|
| 1971 | 16.661,18 | 15.910,02 | 751,16 |
| 1972 | 17.815,54 | 16.572,66 | 1.242,88 |
| 1973 | 21.145,54 | 18.575,64 | 2.569,90 |
| 1974 | 22.008,71 | 20.590,72 | 1.418,00 |
| 1975 | 22.189,88 | 21.417,19 | 772,69 |
| 1976 | 25.925,49 | 24.684,48 | 1.241,01 |
| 1977 | 32.012,38 | 29.126,11 | 2.886,26 |
| 1978 | 33.998,85 | 31.568,56 | 2.430,29 |
| 1979 | 37.449,58 | 34.798,66 | 2.650,92 |
| 1980 | 39.551,79 | 37.219,13 | 2.332,66 |
| 1981 | 44.560,81 | 40.639,65 | 3.921,16 |
| 1982 | 56.019,41 | 41.083,96 | 14.935,45 |
| 1983 | 45.063,42 | 39.727,30 | 5.336,13 |
| 1984 | 56.603,29 | 38.789,69 | 17.813,60 |
| 1985 | 69.259,49 | 43.532,53 | 25.726,96 |
| 1986 | 63.536,12 | 42.627,10 | 20.909,02 |
| 1987 | 81.388,32 | 51.465,70 | 29.922,62 |
| 1988 | 82.928,03 | 57.622,96 | 25.305,07 |
| 1989 | 75.762,43 | 54.246,39 | 21.516,04 |
| 1990 | 77.948,72 | 55.741,48 | 22.207,24 |
| 1991 | 67.147,63 | 56.109,68 | 11.037,95 |
| 1992 | 76.920,01 | 61.040,66 | 15.879,35 |
| 1993 | 84.006,91 | 65.453,16 | 18.553,75 |
| 1994 | 95.497,27 | 68.722,67 | 26.774,60 |
| 1995 | 108.193,28 | 69.119,70 | 39.073,59 |
| 1996 | 131.764,01 | 76.609,69 | 55.154,32 |
| 1997 | 159.335,31 | 81.239,35 | 78.095,96 |
| 1998 | 184.898,03 | 85.006,76 | 99.891,28 |
| 1999 | 211.668,87 | 84.605,26 | 127.063,62 |
| 2000 | 215.949,82 | 92.362,21 | 123.587,61 |
| 2001 | 181.767,97 | 93.999,21 | 87.768,76 |
| 2002 | 194.378,32 | 99.180,88 | 95.197,45 |
| 2003 | 195.653,15 | 99.518,03 | 96.135,12 |
| 2004 | 261.553,24 | 120.651,63 | 140.901,61 |
| 2005 | 371.636,25 | 164.723,40 | 206.912,85 |

Vir: Baker (2009, str. 56)

Priloga 2: Povprečni delež izplačanih dividend od dobička po državah (v %)

| Država | 1994 | | 1997 | | 2000 | | 2003 | | 2006 | | 1949–2006 | |
|-----------------|--------------|-------------------|--------------|-------------------|--------------|-------------------|--------------|-------------------|--------------|-------------------|--------------|-------------------|
| | Vsa podjetja | Plačniki dividend | Vsa podjetja | Plačniki dividend | Vsa podjetja | Plačniki dividend | Vsa podjetja | Plačniki dividend | Vsa podjetja | Plačniki dividend | Vsa podjetja | Plačniki dividend |
| Finska | 26,3 | 30,0 | 34,2 | 38,0 | 49,5 | 49,5 | 59,1 | 64,7 | 57,1 | 57,1 | 45,2 | 47,8 |
| Grčija | 51,5 | 51,5 | 41,7 | 46,2 | 36,7 | 41,3 | 41,3 | 48,4 | 39,3 | 45,7 | 42,1 | 46,6 |
| Nizozemska | 40,7 | 44,6 | 35,4 | 44,4 | 33,2 | 41,7 | 38,8 | 54,5 | 34,7 | 45,7 | 36,6 | 46,2 |
| Italija | 33,3 | 46,8 | 36,1 | 43,6 | 39,2 | 45,6 | 36,2 | 51,1 | 37,7 | 43,8 | 36,5 | 46,2 |
| Luksemburg | 40,9 | 51,1 | 33,9 | 42,9 | 35,5 | 48,0 | 28,3 | 46,6 | 28,1 | 39,3 | 33,3 | 45,6 |
| Turčija | 42,8 | 45,5 | 42,3 | 50,7 | 32,3 | 58,2 | 16,9 | 28,4 | 32,4 | 39,4 | 33,3 | 44,4 |
| Nemčija | 41,8 | 47,9 | 36,6 | 44,6 | 34,6 | 44,4 | 30,9 | 45,3 | 30,6 | 39,6 | 34,9 | 44,4 |
| Portugalska | 29,9 | 38,9 | 38,7 | 50,6 | 27,7 | 48,7 | 20,3 | 41,4 | 21,8 | 38,8 | 27,7 | 43,7 |
| Belgija | 46,7 | 50,7 | 29,6 | 36,4 | 32,9 | 38,9 | 40,1 | 48,2 | 35,5 | 41,5 | 37,0 | 43,1 |
| Avstrija | 51,5 | 60,6 | 33,6 | 40,9 | 27,8 | 33,9 | 27,9 | 39,8 | 22,0 | 32,7 | 32,6 | 41,6 |
| Švedska | 33,1 | 36,5 | 33,7 | 37,6 | 32,5 | 37,2 | 45,7 | 52,8 | 40,0 | 41,9 | 37,0 | 41,2 |
| Španija | 32,8 | 48,5 | 29,3 | 39,1 | 27,2 | 38,2 | 27,1 | 36,9 | 30,3 | 37,3 | 29,3 | 40,0 |
| Zdr. Kraljestvo | 35,2 | 38,5 | 32,5 | 36,5 | 33,4 | 39,4 | 34,0 | 41,7 | 31,5 | 43,4 | 33,3 | 39,9 |
| Francija | 32,0 | 38,5 | 29,6 | 35,6 | 25,6 | 33,5 | 30,3 | 41,1 | 29,6 | 36,9 | 29,4 | 37,1 |
| Norveška | 20,5 | 26,9 | 19,0 | 27,0 | 23,4 | 35,6 | 25,9 | 47,0 | 28,3 | 38,6 | 23,4 | 35,0 |
| Švica | 30,1 | 34,7 | 26,9 | 31,2 | 23,5 | 28,9 | 28,3 | 36,9 | 30,0 | 35,6 | 27,8 | 33,5 |
| Irska | 25,3 | 30,6 | 20,2 | 26,6 | 21,1 | 30,8 | 19,6 | 32,7 | 18,5 | 32,8 | 20,9 | 30,7 |
| Danska | 19,1 | 23,6 | 20,2 | 22,6 | 24,6 | 30,2 | 21,6 | 27,6 | 26,2 | 31,7 | 22,3 | 27,1 |
| Rusija | - | - | 14,6 | 16,7 | 7,4 | 9,6 | 23,0 | 27,4 | 22,5 | 25,9 | 16,9 | 19,9 |
| ZDA (S&P 500) | 41,5 | n. p. | 35,2 | n. p. | 28,6 | n. p. | 32,7 | n. p. | 28,6 | n. p. | 49,6 | n. p. |

Vir: Baker (2009, str. 76).

Priloga 3: Povprečni delež izplačanih dividend od dobička po panogah (v %)

| Panoga | 1994 | 1997 | 2000 | 2003 | 2006 | 1994–2006 |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| Tobak | 61,0 | 71,3 | 51,1 | 64,8 | 54,4 | 60,5 |
| Elektrika | 53,9 | 45,2 | 50,4 | 45,1 | 42,8 | 47,5 |
| Plin, voda in druga oskrba | 43,0 | 39,2 | 40,0 | 53,7 | 52,4 | 45,7 |
| Življenjska zavarovanja | 47,3 | 38,0 | 50,1 | 47,3 | 45,3 | 45,6 |
| Nepremičnine | 49,6 | 44,9 | 42,5 | 42,6 | 28,2 | 41,6 |
| Trgovina na drobno | 44,7 | 36,3 | 41,2 | 41,4 | 42,8 | 41,3 |
| Prodaja hrane in zdravil na drobno | 39,6 | 40,8 | 38,7 | 40,4 | 44,7 | 40,8 |
| Banke | 43,4 | 36,8 | 33,4 | 37,4 | 36,2 | 37,4 |
| Finance | 41,6 | 32,3 | 33,2 | 43,2 | 35,7 | 37,2 |
| Neživljenjska zavarovanja | 36,8 | 37,5 | 41,9 | 33,4 | 36,0 | 37,1 |
| Mediji | 37,7 | 33,8 | 35,4 | 33,9 | 42,3 | 36,6 |
| Vesolje in obramba | 44,0 | 31,8 | 31,5 | 40,2 | 34,9 | 36,5 |
| Industrijski transport | 32,8 | 34,2 | 35,2 | 39,4 | 40,7 | 36,5 |
| Podporne storitve | 38,6 | 38,0 | 30,8 | 40,5 | 34,0 | 36,4 |
| Pijača | 38,2 | 40,4 | 32,9 | 31,5 | 34,7 | 35,5 |
| Industrija | 32,8 | 28,6 | 41,6 | 40,6 | 31,7 | 35,0 |
| Zgradbe in materiali | 33,5 | 35,3 | 33,4 | 33,7 | 32,9 | 33,8 |
| Industrijski inženiring | 33,2 | 32,4 | 34,9 | 34,2 | 32,6 | 33,5 |
| Kemična industrija | 39,8 | 34,2 | 29,0 | 30,4 | 31,4 | 33,0 |
| Proizvajalci hrane | 34,9 | 29,3 | 31,4 | 32,5 | 34,1 | 32,4 |
| Mobilne telekomunikacije | 42,8 | 31,5 | 19,0 | 28,2 | 38,0 | 31,9 |
| Osebnе dobrine | 30,9 | 32,4 | 34,4 | 28,9 | 32,0 | 31,7 |
| Dobrine za dom | 40,6 | 32,5 | 29,3 | 23,8 | 31,1 | 31,5 |
| Elektronika in eklektična oprema | 33,7 | 32,2 | 30,1 | 28,4 | 32,6 | 31,4 |
| Industrijski materiali | 28,6 | 27,7 | 31,8 | 35,4 | 32,6 | 31,2 |
| Gozdarstvo in papir | 21,4 | 30,8 | 27,9 | 36,4 | 37,6 | 30,8 |
| Fiksna telekomunikacija | 39,0 | 31,9 | 17,0 | 19,8 | 39,7 | 29,5 |
| Potovanje in sprostitev | 30,9 | 26,4 | 30,1 | 29,0 | 26,5 | 28,6 |
| Avtomobili in avtomobilski deli | 33,1 | 29,3 | 31,5 | 22,1 | 26,7 | 28,6 |
| Miniranje | 27,3 | 24,4 | 30,5 | 29,8 | 21,3 | 26,7 |
| Naftni in plinski proizvodi | 30,9 | 35,2 | 18,1 | 19,7 | 23,8 | 25,6 |
| Naftna oprema in storitve | 27,2 | 18,8 | 21,8 | 31,0 | 28,1 | 25,4 |
| Zdravstvena prema in storitve | 32,8 | 30,7 | 16,3 | 26,1 | 20,4 | 25,3 |
| Naprave za sprostitev | 14,8 | 20,9 | 24,9 | 29,6 | 31,6 | 24,4 |
| Farmacija in biotehnologija | 24,4 | 17,2 | 17,9 | 18,8 | 21,7 | 20,0 |
| Računalniški hardware in oprema | 20,5 | 19,0 | 12,8 | 14,1 | 15,9 | 16,5 |
| Software in računalniške storitve | 15,4 | 15,5 | 12,0 | 14,6 | 23,0 | 16,1 |
| Delniški investicijski instrumenti | 4,9 | 4,3 | 5,8 | 4,8 | 4,0 | 4,8 |
| Skupaj | 35,1 | 31,8 | 30,8 | 32,2 | 31,8 | 32,4 |

Vir: Baker (2009, str. 79).

Priloga 4: Model linearne regresije indeksa S&P 500

| <i>Regression Statistics</i> | |
|------------------------------|-------|
| Multiple R | 0,907 |
| R Square | 0,822 |
| Adjusted R Square | 0,819 |
| Standard Error | 0,132 |
| Observations | 147 |

ANOVA

| | <i>df</i> | <i>SS</i> | <i>MS</i> | <i>F</i> | <i>Significance F</i> |
|------------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------------------|
| Regression | 2,00 | 11,61 | 5,80 | 332,31 | 0,00 |
| Residual | 144,00 | 2,51 | 0,02 | | |
| Total | 146,00 | 14,12 | | | |

| | <i>Coefficients</i> | <i>Standard Error</i> | <i>t Stat</i> | <i>P-value</i> | <i>Lower 95%</i> | <i>Upper 95%</i> | <i>Lower 95,0%</i> | <i>Upper 95,0%</i> |
|-----------|---------------------|-----------------------|---------------|----------------|------------------|------------------|--------------------|--------------------|
| Intercept | -0,135 | 0,017 | -7,828 | 0,000 | -0,169 | -0,101 | -0,169 | -0,101 |
| PAYOUT | 0,396 | 0,020 | 20,265 | 0,000 | 0,357 | 0,435 | 0,357 | 0,435 |
| PEG | -0,096 | 0,039 | -2,434 | 0,016 | -0,173 | -0,018 | -0,173 | -0,018 |

Vir: lastno delo

Priloga 5: Model linearne regresije indeksa STOXX Europe 600

| <i>Regression Statistics</i> | |
|------------------------------|-------|
| Multiple R | 0,744 |
| R Square | 0,554 |
| Adjusted R Square | 0,548 |
| Standard Error | 0,138 |
| Observations | 147 |

ANOVA

| | <i>df</i> | <i>SS</i> | <i>MS</i> | <i>F</i> | <i>Significance F</i> |
|------------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------------------|
| Regression | 2 | 3,409 | 1,704 | 89,358 | 0,000 |
| Residual | 144 | 2,747 | 0,019 | | |
| Total | 146 | 6,155 | | | |

| | <i>Coefficients</i> | <i>Standard Error</i> | <i>t Stat</i> | <i>P-value</i> | <i>Lower 95%</i> | <i>Upper 95%</i> | <i>Lower 95,0%</i> | <i>Upper 95,0%</i> |
|-----------|---------------------|-----------------------|---------------|----------------|------------------|------------------|--------------------|--------------------|
| Intercept | -0,446 | 0,042 | -10,546 | 0,000 | -0,530 | -0,363 | -0,530 | -0,363 |
| PAYOUT | 0,738 | 0,069 | 10,725 | 0,000 | 0,602 | 0,874 | 0,602 | 0,874 |
| PEG | -0,044 | 0,019 | -2,269 | 0,025 | -0,082 | -0,006 | -0,082 | -0,006 |

Vir: lastno delo

Priloga 6: Model logistične regresije na panelnih podatkih ameriških podjetij

. pwcorr EG PAYOUT SIZE ROA LEV PEG, sig

| | EG | PAYOUT | SIZE | ROA | LEV | PEG |
|--------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------|
| EG | 1.0000 | | | | | |
| PAYOUT | 0.2525 0.0000 | 1.0000 | | | | |
| SIZE | -0.0870 0.0001 | 0.0893 0.0000 | 1.0000 | | | |
| ROA | -0.2806 0.0000 | -0.2562 0.0000 | 0.1651 0.0000 | 1.0000 | | |
| LEV | 0.0444 0.0418 | 0.1592 0.0000 | -0.0112 0.6071 | -0.1943 0.0000 | 1.0000 | |
| PEG | -0.1240 0.0000 | -0.1287 0.0000 | 0.0863 0.0001 | 0.1954 0.0000 | -0.0464 0.0337 | 1.0000 |

. xtreg EG PAYOUT SIZE ROA PEG, fe

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: TICKR
 Number of obs = 2098
 Number of groups = 237
 R-sq: within = 0.2540
 between = 0.0103
 overall = 0.1041
 Obs per group: min = 2
 avg = 8.9
 max = 11
 F(4,1857) = 158.06
 Prob > F = 0.0000
 corr(u_i, Xb) = -0.6556

| EG | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|---------|-----------|-----------------------------------|--------|-------|----------------------|--|
| PAYOUT | .1698251 | .017212 | 9.87 | 0.000 | .1360682 .203582 | |
| SIZE | -.1357656 | .0255493 | -5.31 | 0.000 | -.1858739 -.0856572 | |
| ROA | -2.290071 | .1528073 | -14.99 | 0.000 | -2.589763 -1.990379 | |
| PEG | -.0118355 | .0084175 | -1.41 | 0.160 | -.0283442 .0046733 | |
| _cons | .7347425 | .1044533 | 7.03 | 0.000 | .5298843 .9396008 | |
| sigma_u | .16893174 | | | | | |
| sigma_e | .18851034 | | | | | |
| rho | .44538966 | (fraction of variance due to u_i) | | | | |

F test that all u_i=0: F(236, 1857) = 2.95 Prob > F = 0.0000

se nadaljuje

. hausman fe re

| | Coefficients | | | |
|--------|--------------|-----------|---------------------|-----------------------------|
| | (b) fe | (B) re | (b-B) Difference | sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E. |
| PAYOUT | .1698251 | .1578266 | .0119985 | .0077099 |
| SIZE | -.1357656 | -.0339322 | -.1018333 | .022291 |
| ROA | -2.290071 | -1.527019 | -.7630519 | .0935 |
| PEG | -.0118355 | -.0208697 | .0090343 | .0022511 |

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(4) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 173.39
 Prob>chi2 = 0.0000

Vir: lastno delo

Priloga 7: Model logistične regresije na panelnih podatkih evropskih podjetij

. pwcorr EG Payout Size ROA LEV PEG, sig

| | EG | Payout | Size | ROA | LEV | PEG |
|--------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------|
| EG | 1.0000 | | | | | |
| Payout | 0.2317 0.0000 | 1.0000 | | | | |
| Size | -0.1730 0.0000 | 0.0662 0.0001 | 1.0000 | | | |
| ROA | -0.1418 0.0000 | -0.0905 0.0000 | -0.0186 0.2870 | 1.0000 | | |
| LEV | 0.0158 0.3648 | 0.0646 0.0002 | 0.0877 0.0000 | -0.2640 0.0000 | 1.0000 | |
| PEG | -0.2233 0.0000 | -0.2222 0.0000 | -0.0013 0.9402 | 0.1534 0.0000 | -0.0594 0.0006 | 1.0000 |

se nadaljuje

. xtreg EG Payout Size ROA PEG, fe

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =   3295
Group variable: TICKR                 Number of groups =   310

R-sq:  within = 0.2381                 Obs per group:  min =    1
      between = 0.0286                   avg   =   10.6
      overall  = 0.1061                   max   =   15

corr(u_i, Xb) = -0.6891                F(4,2981)      =   232.84
                                           Prob > F       =   0.0000

```

| EG | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|---------|-----------|-----------------------------------|--------|-------|----------------------|-----------|
| Payout | .1751147 | .0130852 | 13.38 | 0.000 | .1494578 | .2007716 |
| Size | -.2343354 | .0215062 | -10.90 | 0.000 | -.2765039 | -.1921669 |
| ROA | -1.359839 | .1167857 | -11.64 | 0.000 | -1.588828 | -1.130851 |
| PEG | -.1502761 | .0135782 | -11.07 | 0.000 | -.1768997 | -.1236526 |
| _cons | 1.048374 | .0823179 | 12.74 | 0.000 | .8869687 | 1.20978 |
| sigma_u | .22833501 | | | | | |
| sigma_e | .27681342 | | | | | |
| rho | .40490715 | (fraction of variance due to u_i) | | | | |

F test that all u_i=0: F(309, 2981) = 2.75 Prob > F = 0.0000

. hausman fe re

| | Coefficients | | | |
|--------|--------------|-----------|---------------------|-----------------------------|
| | (b) fe | (B) re | (b-B) Difference | sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E. |
| Payout | .1731821 | .1559365 | .0172456 | .0050345 |
| Size | -.1695998 | -.0998526 | -.0697472 | .0156724 |
| ROA | -1.421542 | -.4029604 | -1.018582 | .1011729 |
| PEG | -.1525482 | -.1445287 | -.0080194 | .003022 |

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

```

chi2(4) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
        = 1148.70
Prob>chi2 = 0.0000

```

Vir: lastno delo