

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**POLITIKA DIVIDEND TER UPORABA  
DOBIČKA SLOVENSКИH PODJETIJ**

Ljubljana, oktober 2006

MIHA ROMIH

## **IZJAVA**

Študent Miha Romih izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom docentke dr. Silve Deželan in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 7.10.2006

Podpis: \_\_\_\_\_

# KAZALO

<b>1</b>	<b>UVOD</b>	<b>1</b>
1.1	TEMA MAGISTRSKEGA DELA	1
1.2	NAMEN, CILJI IN HIPOTEZE	2
1.3	UPORABLJENE METODE	2
1.4	VSEBINSKA ZASNOVA DELA	3
<b>2</b>	<b>DIVIDENDE, POLITIKA DIVIDEND IN NAČIN RAZDELITVE DOBIČKA MED DELNIČARJE</b>	<b>4</b>
2.1	DIVIDENDE	4
2.2	POLITIKA DIVIDEND	5
2.3	NAČINI DELITVE DOBIČKA MED DELNIČARJE	7
2.3.1	DENARNA DIVIDENDA	7
2.3.2	DIVIDENDA V OBLIKI DELNIC IN CEPITEV DELNIC	9
2.3.3	REINVESTIRANJE DIVIDEND	10
2.3.4	ODKUP LASTNIH DELNIC	11
2.3.5	DRUGE OBLIKE IZPLAČILA "DIVIDEND"	13
<b>3</b>	<b>TEORETIČNA DOGNANJA O POLITIKI DIVIDEND</b>	<b>14</b>
3.1	TEORIJA NEVTRALNOSTI	15
3.2	TEORIJA "VRABCA V ROKI"	19
3.3	TEORIJA DAVČNE PREFERENCE	21
3.4	DRUGE RAZLAGE IN VPRAŠANJA POLITIKE DIVIDEND	24
3.4.1	INFORMACIJSKA VSEBINA DIVIDEND ALI HIPOTEZA SIGNALIZIRANJA	25
3.4.2	UČINEK KLIENTOV	26
3.4.3	STROŠKI AGENTOV IN POLITIKA DIVIDEND	28
3.4.4	PRVO IZPLAČILO DIVIDEND	29
3.4.5	STABILNOST DIVIDEND	30
3.4.6	VPLIV PANOGE/DEJAVNOSTI NA DIVIDENDE PODJETJA	31
3.4.7	"ZRELOSTNA" HIPOTEZA	32
3.4.8	DOSEGLJIVOST IN STROŠKI ZUNANJIH VIROV FINANCIRANJA	33
3.4.9	PRAVNE OMEJITVE ZA IZPLAČEVANJE DIVIDEND	33
<b>4</b>	<b>EMPIRIČNE RAZISKAVE POLITIKE DIVIDEND</b>	<b>35</b>
4.1	EMPIRIČNE RAZISKAVE O VPLIVU DAVKOV NA POLITIKO DIVIDEND	35
4.1.1	MODELI STATIČNIH KLIENTEL	36
4.1.2	MODELI DINAMIČNIH KLIENTEL	38
4.1.3	POVZETEK UGOTOVITEV EMPIRIČNIH RAZISKAV O VPLIVU DAVKOV NA POLITIKO DIVIDEND	39

<b>4.2</b>	<b>EMPIRIČNE RAZISKAVE O INFORMACIJSKI VSEBINI DIVIDEND .....</b>	<b>39</b>
<b>4.3</b>	<b>EMPIRIČNE RAZISKAVE O STROŠKIH AGENTOV IN POLITIKI DIVIDEND .....</b>	<b>41</b>
<b>4.4</b>	<b>LINTNERJEVA RAZISKAVA POLITIKE DIVIDEND .....</b>	<b>43</b>
4.4.1	LINTNERJEVA RAZISKAVA IZ LETA 1956 .....	43
4.4.2	PONOVITEV LINTNERJEVE RAZISKAVE V LETU 2005.....	44
<b>4.5</b>	<b>SKLEP O OPISANIH EMPIRIČNIH RAZISKAVAH .....</b>	<b>45</b>
<b>5</b>	<b>POLITIKA DIVIDEND OZIROMA DELITEV DOBIČKA V PRAKSI.....</b>	<b>46</b>
<b>5.1</b>	<b>POLITIKA PREOSTALEGA DOBIČKA.....</b>	<b>47</b>
<b>5.2</b>	<b>POLITIKA STABILNIH, NAPOVEDANIH DIVIDEND.....</b>	<b>48</b>
<b>5.3</b>	<b>POLITIKA GLAJENEGA DELEŽA PRI RAZPOREJANJU DOBIČKA .....</b>	<b>49</b>
<b>5.4</b>	<b>POLITIKA MAJHNIH DIVIDEND Z OBČASNIM POVEČANJEM DIVIDEND .....</b>	<b>50</b>
<b>6</b>	<b>POLITIKA DIVIDEND V SLOVENIJI .....</b>	<b>51</b>
<b>6.1</b>	<b>PРАВNA UREDITEV DIVIDEND V SLOVENIJI.....</b>	<b>51</b>
6.1.1	ZAKON O GOSPODARSKIH DRUŽBAH.....	52
<b>6.2</b>	<b>POSEBNOSTI SLOVENSKEGA GOSPODARSKEGA PROSTORA .....</b>	<b>55</b>
6.2.1	LASTNIŠKA STRUKTURA SLOVENSКИH PODJETIJ.....	56
6.2.2	POLOŽAJ SLOVENSКИH PODJETIJ .....	57
6.2.3	TRG KAPITALA .....	58
6.2.4	DAVČNA ZAKONODAJA.....	61
6.2.5	VPLIV POSEBNOSTI SLOVENSKEGA GOSPODARSKEGA PROSTORA NA POLITIKO DIVIDEND .....	62
<b>7</b>	<b>ANALIZA DELITVE DOBIČKA SLOVENSКИH PODJETIJ V OBDOBJU OD 1997 DO 2000.....</b>	<b>66</b>
<b>7.1</b>	<b>UPORABLJENI PODATKI .....</b>	<b>67</b>
7.1.1	PROUČEVANO OBDOBJE.....	68
7.1.2	PODROBNEJŠI OPIS SPREMENLJIVK.....	69
<b>7.2</b>	<b>HIPOTEZE .....</b>	<b>72</b>
7.2.1	POREKLO KAPITALA .....	72
7.2.2	TIP LASTNINE .....	72
7.2.3	VELIKOST .....	73
7.2.4	PRISOTNOST NA BORZI .....	73
7.2.5	ZADOLŽENOST .....	73
<b>7.3</b>	<b>REZULTATI .....</b>	<b>73</b>
7.3.1	IZPLAČEVANJE DOBIČKA V SLOVENIJI, V OBDOBJU OD 1997 DO 2000 .....	73
7.3.2	IZPLAČEVANJE DOBIČKA IN POREKLO KAPITALA .....	78
7.3.3	IZPLAČEVANJE DOBIČKA IN TIP LASTNINE.....	79
7.3.4	IZPLAČEVANJE DOBIČKA IN VELIKOST PODJETJA .....	80
7.3.5	IZPLAČEVANJE DOBIČKA IN PRISOTNOST PODJETIJ NA BORZI .....	82

7.3.6	IZPLAČEVANJE DOBIČKA IN ZADOLŽENOST PODJETIJ .....	83
<b>7.4</b>	<b>RAZPRAVA .....</b>	<b>85</b>
<b>8</b>	<b>SKLEP .....</b>	<b>86</b>
	<b>LITERATURA.....</b>	<b>90</b>
	<b>VIRI.....</b>	<b>94</b>
	<b>SLOVAR ANGLEŠKIH IZRAZOV</b>	
	<b>PRILOGE</b>	

## KAZALO TABEL

Tabela 1: Tri glavne šole in teorije politike dividend .....	14
Tabela 2: Vpliv spremembe politike dividend podjetja MM na vrednost podjetja .....	18
Tabela 3: Obdavčitev dobičkov in dividend pri dvostopenjskem davčnem sistemu.....	23
Tabela 4: Obdavčitev dobičkov in dividend pri sistemu imputiranih davkov .....	24
Tabela 5: Verjetni tipi klientel v institucionalnem okolju ZDA.....	27
Tabela 6: Prednosti in slabosti prvega izplačila dividend.....	30
Tabela 7: Višina izplačila dividend izbranih ameriških podjetij, po različnih panogah, v letu 1996.....	32
Tabela 8: Povprečne obrestne mere slovenskih bank za posojila za investicije, v obdobju 1996-2005 .....	57
Tabela 9: Javne ponudbe vrednostnih papirjev slovenskih nebančnih podjetij, v obdobju 1996-2005 .....	58
Tabela 10: Kazalniki velikosti in razvitosti sekundarnega trga kapitala v Sloveniji, v obdobju 1996-2005 .....	60
Tabela 11: Poprivatezijski dejavniki, ki so pozitivno ali negativno vplivali na višino dividend v Sloveniji .....	63
Tabela 12: Delež navadnih dividend v čistem dobičku, v izbranih državah.....	65
Tabela 13: Podatki v izkazu uporabe dobička iz obrazca H.57 .....	67
Tabela 14: Neto dobiček oziroma izguba slovenskih gospodarskih družb v letih med 1994 in 2000 .....	69
Tabela 15: Pomen vrednosti nominalnih spremenljivk <i>por</i> , <i>las</i> in <i>vel</i> ter število gospodarskih družb v posamezni kategoriji po letih .....	70
Tabela 16: Število delniških družb po posameznih letih, razporejenih po skupinah vrednosti spremenljivk <i>por</i> , <i>las</i> in <i>vel</i> .....	71
Tabela 17: Število in odstotek delniških družb, ki so izpolnjevale zakonske pogoje za izplačilo dobička, po posameznih letih obdobja 1997-2000.....	74
Tabela 18: Delež čistega dobička tekočega leta, ki so ga v povprečju izplačale družbe, ki so izpolnjevale zakonske pogoje za izplačilo dobička, po posameznih letih obdobja 1997-2000 .....	75
Tabela 19: Delež in nekaj opisnih statistik za čisti dobiček tekočega leta, ki so ga v povprečju izplačale družbe, ki so izpolnjevale zakonske pogoje za izplačilo dobička, po posameznih letih, po izločitvi ekstremnih vrednosti .....	76

Tabela 20: Deleži izplačanega čistega dobička za izbrane države, v obdobju 1990-2004 .....	76
Tabela 21: Število družb, ki so izpolnjevale zakonske pogoje za izplačilo dobička, in ga tudi izplačale, po posameznih letih obdobja 1997-2000.....	77
Tabela 22: Deleži izplačila čistega dobička glede na poreklo kapitala, po posameznih letih obdobja 1997-2000.....	79
Tabela 23: Deleži izplačila čistega dobička glede na tip lastnine, po posameznih letih obdobja 1997-2000 .....	80
Tabela 24: Deleži izplačila čistega dobička glede na velikost, po posameznih letih obdobja 1997-2000.....	81
Tabela 25: Število vseh delniških družb, prisotnih na Ljubljanski borzi in število takih družb v podatkovni bazi, po posameznih letih obdobja 1997-2000 .....	82
Tabela 26: Deleži izplačila čistega dobička glede na prisotnost na borzi, po posameznih letih obdobja 1997-2000.....	82
Tabela 27: Rezultati rangiranja družb glede na stopnjo zadolženosti (vrednost spremenljivke <i>dolg</i> ), po posameznih letih obdobja 1997-2000 .....	84
Tabela 28: Deleži izplačila čistega dobička glede na zadolženost, po posameznih letih obdobja 1997-2000 .....	84

## KAZALO SLIK

Slika 1: Izbira politike dividend .....	7
Slika 2: Prikaz postopka izplačila denarne dividende.....	8
Slika 3: Prenos lastništva med starimi in novimi delničarji kot posledica spremembe politike dividend (povečanja dividend), pri popolnem trgu kapitala .....	16
Slika 4: Alternativna načina spremembe strukture premoženja starih delničarjev (prenosa lastništva od starih na nove delničarje).....	17
Slika 5: Denarni tokovi podjetja MM .....	17
Slika 6: Najvišje osebne davčne stopnje za dividende in kapitalske dobičke v ZDA, za obdobje od 1960 do 2003 .....	22
Slika 7: Shematski prikaz odnosa med principalami in agenti, ob predpostavki učinkovitih trgov .....	28
Slika 8: Ilustracija politike preostalega dobička .....	48





# 1 UVOD

## 1.1 TEMA MAGISTRSKEGA DELA

Politika dividend je poleg politike financiranja in investiranja v finančni teoriji ena najpomembnejših politik, s katero podjetje (njegovo vodstvo) lahko vpliva na vrednost le-tega. Poleg tega izplačila dividend sodijo med večja izplačila marsikaterega podjetja. Tako so po podatkih borze v New Yorku podjetja iz njene kotacije v letu 2001 izvršila za 185,9 milijard USD denarnih izplačil lastnikom (New York Stock Exchange Fact Book, 2001).

Politika dividend je hkrati tudi eno mlajših področij raziskovanja finančnega obnašanja podjetij in področje, na katerem sodobna finančna teorija še ne daje dokončnih odgovorov. Vprašanje, kakšna naj bo v praksi politika dividend posameznega podjetja, je v poslovnem svetu še kako aktualno vsako leto, ko se je potrebno odločiti, kolikšen del ustvarjenega bilančnega dobička se naj izplača lastnikom, kolikšen pa zadrži v podjetju v obliki rezerv. Morda se zdi smiselno, da bodo podjetja hotela lastnikom vrniti čim več njihovega vložka in jim izplačala kar se da visoke dividende. Po drugi strani pa je prav tako smiselno, da podjetje investira sredstva v nove projekte, namesto da jih izplača lastnikom in tako poveča vrednost podjetja ter kapitalski donos za lastnike.

Veliko empiričnih raziskav in teoretičnega dela ekonomistov nakazuje na možnost, da politika dividend nima nikakršnega vpliva na vrednost podjetja. V tem oziru politika dividend nekako spominja na politiko strukture kapitala. Glavne elemente politike dividend je možno precej enostavno identificirati, toda medsebojne povezave med temi elementi so zapletene, zato enostavne razlage in odgovori ne obstajajo. Lahko rečemo, da je področje politike dividend kontroveržno. Kljub velikemu naporu, vloženemu v empirične raziskave politike dividend, je naše razumevanje, zakaj se podjetja pri odločitvah o politiki dividend obnašajo tako, kot se, še vedno omejeno. Današnje stanje na področju razumevanja politike dividend lahko opišemo kot veliko število teoretičnih modelov, brez močne empirične potrditve (Allen in Michaely, 2002, Frankfurter in Wood Jr., 2002).

Trenutno ekonomska znanost ni zmožna ponuditi modela optimalne politike dividend za konkretno podjetje in popolnoma možno je, da politika dividend ne vpliva na vrednost podjetja. Vendar pa je vsaj za finančne direktorje večjih podjetij vprašanje primerne politike dividend eno izmed pomembnejših vprašanj. Jedro problema pri določanju politike dividend so naslednja vprašanja: Koliko denarja izplačati kot dividendo? Ali sploh izplačati dividendo? Kakšna naj bo višina dividende na delnico? Ali naj bo večja kot je bila lansko leto? Ali naj bo enaka? Kolikšen delež dobička tekočega leta izplačati? Kdaj sploh začeti z izplačevanjem dela dobička?

Dodatno težavo pri iskanju odgovorov na gornja vprašanja predstavlja tudi dejstvo, da enoznačnih odgovorov ni. Vse resnejše razprave o politiki dividend po eni strani najdejo zelo veliko razlag, zakaj je višje izplačevanje dividend dobro, hkrati pa tudi zelo veliko razlag, zakaj je nižje izplačevanje dobro za vrednost podjetja. Včasih pa je celo nemogoče določiti, ali bo sprememba višine izplačanih dividend vplivala pozitivno ali negativno na vrednost podjetja.

## **1.2 NAMEN, CILJI IN HIPOTEZE**

Namen magistrskega dela je najprej podrobneje osvetliti zgoraj navedene dileme in vprašanja s pregledom teoretičnih dognanj na področju politike dividend. Cilj prvega dela magistrskega dela je predstaviti najbolj razširjene teorije o politiki dividend ter predstaviti razlike med njimi. Poleg predstavitve teorij nameravamo predstaviti tudi nekatere empirične raziskave s tega področja. S tem želimo prikazati, v kolikšni meri so teorije dobile potrditev tudi v dejanskem življenju.

Ker dokončnega odgovora na to, kakšna je optimalna politika dividend, še ni, bomo v magistrskem delu predstavili tudi proces določanja višine izplačila čistega dobička v praksi. Tudi tu je v podjetjih moč zaslediti različne modele ali načine odločanja o višini zadržanih in izplačanih dobičkov.

V zadnjem delu se osredotočimo na izplačevanje dobička v Sloveniji. Tu je cilj predstaviti značilnosti in posebnosti slovenskega gospodarskega prostora, ki so vplivale na politiko dividend slovenskih podjetij ter analiza izplačila čistega dobička slovenskih podjetij v letih 1997-2000. Poskušali bomo ugotoviti, ali izplačila dobička slovenskih podjetij kažejo na to, da je bilo obnašanje slovenskih podjetij še vedno (post)tranzicijsko ali pa že lahko govorimo o nekih "normalnih" višinah izplačila dobičkov, primerljivih z višinami izplačil dobička v tujini. Poleg tega je cilj empirične analize ugotoviti, ali obstajajo razlike pri višini izplačila čistega dobička med podjetji glede na:

- poreklo kapitala: tu predpostavljamo najvišja izplačila pri podjetjih v domači lasti;
- tip lastnine: predpostavljamo najvišja izplačila pri zasebni lastnini;
- velikost podjetja: predpostavljamo najvišja izplačila pri velikih družbah;
- prisotnost na borzi: tu predpostavljamo večja izplačila pri podjetjih, ki so kotirala na borzi;
- zadolženost: predpostavljamo, da bodo večja izplačila dobička pri manj zadolženih podjetjih.

## **1.3 UPORABLJENE METODE**

V prvem delu magistrskega dela prevladuje deskriptivni pristop, kjer so uporabljene predvsem metode deskripcije in kompilacije. V drugem delu pa je uporabljen tudi

analitični pristop, kjer uporabljamo metode razčlenjevanja, abstrahiranja, generaliziranja in seveda sinteze.

Pri analizi podatkov o izplačilih dobička slovenskih podjetij, v 7. poglavju, pa so uporabljene izbrane statistične metode. Največ se poslužujemo univariatne analize, s katero preko opisnih statistik predstavimo kako se je gibal delež izplačanega dobička lastnikom po posameznih letih. V okviru tega uporabimo tudi več načinov razvrščanja opazovanih enot (podjetij) glede na določene značilnosti. Tako želimo prikazati delež izplačanega čistega dobička lastnikom za skupine podjetij, ki so si po določenem kriteriju med seboj podobne. Uporabimo pa tudi metodo transformacije podatkov, s pomočjo katere izračunamo nove spremenljivke. Pri preverjanju hipotez, ki smo jih postavili, pa uporabimo metodo preverjanja domnev.

## **1.4 VSEBINSKA ZASNOVA DELA**

Magistrsko delo je razdeljeno na dva vsebinska sklopa, in sicer splošna dognanja s področja politike dividend in na sklop izplačevanja dividend/dobička v Sloveniji. Po uvodnem poglavju so predstavljeni osnovni pojmi, kot so dividenda, politika dividend, dobiček, razdelitev dobička ter okvirni postopek pri izplačilu denarne dividende.

V naslednjem poglavju so predstavljena teoretična dognanja na področju politike dividend. V literaturi se pojavljajo tri glavne teorije, ki so pri razlagi vpliva politike dividend na vrednost podjetja med seboj diametralno nasprotne. Prva, tradicionalna teorija, imenovana tudi "teorija vrabca v roki", napoveduje pozitivno povezavo med večjimi dividendami in vrednostjo podjetja. Tej je časovno sledila teorija nevtralnosti, Millerja in Modiglianija, ki je povzročila pravo malo revolucijo in trdi, da ob predpostavki popolnega trga kapitala med politiko dividend in vrednostjo podjetja sploh ni povezave. Tretja, modernejša (mlajša) teorija, imenovana teorija davčne preference, pa nasprotno teoriji "vrabca v roki", napoveduje negativno povezavo med večjimi dividendami in vrednostjo podjetja.

Poleg teh glavnih treh teorij pa obstaja še veliko dopolnitev oziroma izboljšav teh teorij, ki pa niso tako zaokrožene, da bi se jih navajalo kot samostojne teorije. Ukvarjajo se predvsem z razlago okoliščin, ki jih glavne teorije s predpostavkami zanemarijo in/ali jih ne upoštevajo. Tako se tu pojavljajo razlage, ki upoštevajo informacijske asimetrije (glej recimo Miller in Rock, 1985), različne davčne razrede posameznih vlagateljev (Elton in Grubner, 1970), probleme, ki nastanejo z ločitvijo lastništva in upravljanja podjetij (Jensen, 1986), vpliv panoge in razvojne stopnje podjetja na višino izplačila dobička (Brigham in Houston, 1998), razlage sprejemanja odločitve o prvem izplačilu dividend itd.

V četrtem poglavju sledi oris empiričnega preverjanja glavnih teorij in njihovih dopolnitev. Poleg predstavitev teoretičnih dognanj na področju politike dividende je namen magistrskega dela predstaviti tudi politiko dividend/delitve dobička v praksi. Ker

finančna teorija še ni dala končnega odgovora na vprašanje, kakšna naj bi bila optimalna politika dividend, se v večini strokovne literature pojavljajo tudi opisi, kako podjetja določajo svojo politiko dividend v praksi (Brigham in Daves (2002), Lintner (1956), Lumby (1995), Repovž (1997)). V praksi seveda obstaja cela paleta politik dividend, predstavljamo pa samo najpogosteje uporabljene, to so politika preostalega dobička, politika stabilnih, napovedanih dividend, politika glajenega deleža pri razporejanju dobička in politika majhnih dividend z občasnim povečanjem le-teh.

Sledi drugi vsebinski sklop, ki se nanaša na politiko dividend in izplačilo čistega dobička v Sloveniji. V prvem poglavju tega sklopa so predstavljene posebnosti slovenskega gospodarskega prostora, ki se nanašajo na proces tranzicije iz socialističnega samoupravljanja v tržno, kapitalistično gospodarstvo. Prikazani so tudi za Slovenijo specifični dejavniki, ki so v tranzicijskem obdobju pozitivno ali negativno vplivali na višino izplačila dividend. Med pozitivnimi so naštetni interesi zaposlenih, ki so sodelovali pri notranjem odkupu, zahteve pooblaščenih investicijskih družb in zahteve državnih skladov ter razmere na trgu kapitala. Kot negativni pa so omenjeni položaj slovenskih podjetij glede prestrukturiranja, neustrezna struktura financiranja, omejene možnosti pridobitve zunanjih virov financiranja, interesi zaposlenih kot večinskih lastnikov, interesi menedžerjev kot velikih lastnikov ter davčna zakonodaja, ki je bila takrat v veljavi. V okviru tega poglavja je predstavljena tudi pravna ureditev, ki je vplivala na politiko dividend v Sloveniji v proučevanem obdobju.

Naslednje poglavje je analiza izplačevanja dobička slovenskih podjetij, bolj natančno delniških družb, v letih 1997-2000. Analiza temelji na statističnih podatkih iz bilanc stanja, uspeha in izkaza uporabe dobička, ki jih je zbirala Agencija Republike Slovenije za plačilni promet (dalje APP), in skuša ugotoviti, kakšne so bile splošne značilnosti izplačevanja dobička v proučevanem obdobju in kakšen vpliv so imele na višino izplačanega dobička razlike med podjetji, kot so poreklo kapitala, tip lastnine, velikost podjetja, prisotnost na borzi in zadolženost podjetja.

Sledi sklep, kjer so povzete ključne ugotovitve magistrskega dela.

## **2 DIVIDENDE, POLITIKA DIVIDEND IN NAČIN RAZDELITVE DOBIČKA MED DELNIČARJE**

### **2.1 DIVIDENDE**

Pojem dividenda se uporablja za označevanje tistega dela čistega dobička delniške družbe, ki se razdeli delničarjem. V angleškem jeziku se za razdelitev v denarni obliki uporablja izraz *dividend*, medtem ko se za ostale oblike razdelitve uporablja izraz

*distribution of earnings*,<sup>1</sup> kar se lahko prevede kot delitev čistega dobička. Vendar se najpogosteje in manj natančno za vse oblike razdelitve dela čistega dobička med delničarje uporablja kar izraz dividenda, medtem ko se za razdelitev iz kapitala<sup>2</sup> uporablja izraz likvidirajoča dividenda (*ang. liquidating dividend*).

Pojem dividenda lahko še podrobneje opredelimo glede na vsebino izplačila. Tako se tu srečamo z izrazi redna dividenda (*ang. regular dividend*), izredna dividenda (*ang. extra dividend*) ter posebna dividenda (*ang. special dividend*). Izraz redna dividenda se uporablja za dividende, ki se izplačujejo redno. Izredne dividende se izplačajo kot dodatek rednim dividendam. Izredne se imenujejo zato, ker hoče vodstvo podjetja s tem povedati, da so te dividende prehodnega značaja in ni nujno, da bodo izplačane tudi v prihodnje. Na primer, glavnega konkurenta podjetja je doletel potres in njegova proizvodnja in prodaja je stala tri četrtine leta. Posledično je bilo to leto za podjetje izjemno uspešno, vendar takšne uspešnosti v prihodnje ne moremo pričakovati. Izraz posebne dividende se uporablja za dividende, povezane z enkratnimi dogodki. Posebne dividende so lahko posledica prodaje sredstev, nakupov in prevzemov podjetij ali razrešitve sodnih sporov.

## 2.2 POLITIKA DIVIDEND

Podjetje, ki s svojim poslovanjem ustvarja dobiček, ima za njegovo uporabo načeloma dve možnosti:

1. lahko ga razdeli lastnikom podjetja (delničarjem), v obliki dividend, družbenikom v obliki izplačila dela dobička itd., odvisno od pravne organiziranosti podjetja;
2. zadrži ga v podjetju in ga v korist lastnikov reinvestira.

Kot vemo, lahko vrednost podjetja definiramo kot sedanjo vrednost bodočih dividend. Na podlagi tega velja, da pričakovani prihodnji tok dividend vpliva na tržno vrednost lastniškega kapitala in ne samo to, je seveda glavni tvorec te vrednosti. Vendar nas pri proučevanju politike dividend ne zanima sama velikost seštevka neto sedanje vrednosti bodočih dividend, temveč ali je vzorec izplačila prej omenjene neto sedanje vrednosti tisti, ki vpliva na vrednost podjetja.

Pri določanju politike dividend se pojavljata dve temeljni vprašanji:

1. Kolikšen delež čistega dobička naj se v povprečju na dolgi rok izplača oziroma kolikšen zadrži v podjetju? Gre za odločitev o ciljni, želeni višini izplačila.

---

<sup>1</sup> Ker je v svetovnih razmerah v finančah prevladujoč jezik angleščina, v slovenščini pa se izrazoslovje šele oblikuje, bo v tekstu zaradi jasnosti veliko strokovnih izrazov podanih tudi v angleščini. Angleški izraz bo podan v oklepajih v položnem tisku.

<sup>2</sup> O razdelitvi iz kapitala govorimo v primerih likvidacije ali odprodaje dela podjetja. Samo v takih primerih je dividende dopustno izplačati iz osnovnega kapitala, v vseh drugih primerih se dividende izplačujejo iz tekočega in zadržanih dobičkov.

2. Ali naj podjetje izplačuje stabilne, napovedljive dividende, ali naj podjetje višino dividend spreminja iz leta v leto, v odvisnosti od njegovih potreb po sredstvih in razpoložljivem denarnem toku? Gre za vprašanje/odločitev o stabilnosti dividend.

Poleg teh dveh temeljnih vprašanj se podjetja soočajo še z mnogimi drugimi vprašanji, kot so na primer način izplačila (denarna dividenda, dividenda v obliki delnic), izplačilo izredne dividende (po na primer izjemno uspešnem letu), izplačilo posebne dividende.

Včasih se je odločitve o politiki dividend označevalo kot odločitve o financiranju (strukturi kapitala), saj denar, uporabljen za izplačilo dividend, ni več na razpolago za reinvestiranje v podjetju. Sedaj se politika dividend obravnava ločeno od drugih finančnih politik podjetja, vendar izraz politika dividend še vedno različnim ljudem pomeni različne stvari. Zato bomo na tem mestu natančneje opredelili, kaj s politiko dividend mislimo v tem magistrskem delu.

Odločitve, ki se nanašajo na politiko dividend, se pogosto zamenjujejo z odločitvami investicijske politike in politike financiranja. Nekatera podjetja izplačujejo nizke dividende, ker je menedžment optimističen glede prihodnjih investicijskih možnosti in želi zadržati dobičke za bodočo širitev podjetja (obratno je, če je menedžment pesimističen glede prihodnjih investicijskih možnosti). V takšnih primerih je dividenda stranski produkt investicijske politike podjetja.<sup>3</sup> Druga podjetja lahko financirajo svoje kapitalske izdatke večinoma z izposojanjem, kar sprosti denarna sredstva, ki se jih lahko izplača kot dividende. Ali pa začnejo s politiko nizkih dividend in hkrati iz zadržanih dobičkov odkupujejo izdane dolžniške papirje. V takšnih primerih pa so dividende stranski produkt odločitve o financiranju (strukturi kapitala). Če hočemo ločiti politiko dividend od drugih problemov finančnega menedžmenta, je vprašanje, ki si ga moramo zastaviti, naslednje: "Kakšen je učinek spremembe dividende na vrednost podjetja,<sup>4</sup> če sta politiki financiranja in investicij dani?"

Politika dividend je torej definirana kot odločitev o ciljni višini in stabilnosti dividend ob danih politikah financiranja in investicij. Seveda pa mora denar za povečanje višine dividend od nekje priti. Če so investicije in zadolževanje nespremenjena, nam ostane samo še en vir novega denarja – izdaja lastniških vrednostnih papirjev. Tako lahko postavimo še alternativno definicijo politike dividend kot izbira med zadržanimi dobički ali plačilom dividend, ob hkratni izdaji novih delnic (Brealey, 1998, str 137).

Na prvi pogled se lahko ta izbira zdi nerealna, saj ni podjetij, ki bi izdajala lastniške vrednostne papirje ob vsakem izplačilu dividend. Toda obstaja veliko podjetij, ki

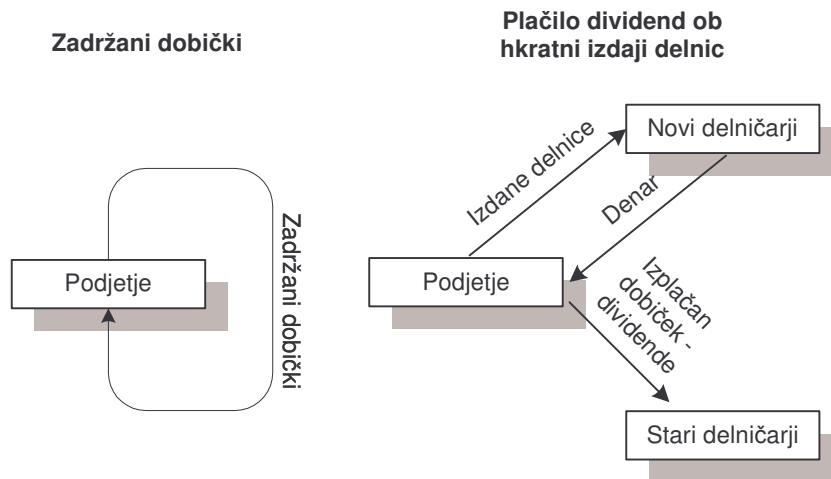
---

<sup>3</sup> Predpostavimo sedaj, da se načrtovane priložnosti za širitev podjetja ne uresničijo in podjetje izplača višje dividende, cena delnic pa pade. Kako naj v tem primeru ločimo vpliv povečanja dividend na padec cene delnice od vpliva razočaranja vlagateljev zaradi izgubljene priložnosti za rast podjetja? Že na tem enostavnem primeru lahko vidimo, kako težavno je ločevanje vpliva politike dividend na ceno delnic od drugih politik podjetja.

<sup>4</sup> Predpostavljamo, da je cilj poslovanja podjetja maksimiranje njegove tržne vrednosti.

izplačujejo dividende in občasno izdajajo nove delnice. Ta podjetja bi se lahko izognila novim izdajam (vsaj delno) s plačilom nižjih dividend. Mnogo drugih podjetij pa omejuje višino dividend tako, da jim ni potrebno izdajati novih delnic. Lahko bi občasno izdala nove delnice in povečala dividende. Obe skupini podjetij se torej srečujeta z izbiro med zadržanimi dobički ali plačilom dividend ob hkratni izdaji novih delnic. To izbiro grafično predstavljamo na sliki 1.

**Slika 1: Izbira politike dividend**



Vir: Lastna izdelava.

## 2.3 NAČINI DELITVE DOBIČKA MED DELNIČARJE

Podjetja lahko dobiček v praksi razdelijo na različne načine oziroma v različnih oblikah. Najpogostejše so: denarna dividenda (*ang. cash dividend*), dividende v obliki delnic (*ang. stock dividends*) ali cepitev delnic (*ang. stock split*), reinvestiranje dividend (*ang. dividend reinvestment plans*), odkup lastnih delnic (*ang. stock repurchase*). V državah, kjer gospodarski sistem (še) ne deluje v popolnosti kot v razvitih kapitalističnih državah, se "dividende" lahko nahajajo tudi v obliki plač, nagrad, itd. V nadaljevanju tega podpoglavja podrobneje opisujemo posamezne načine delitve dobička.

### 2.3.1 DENARNA DIVIDENDA

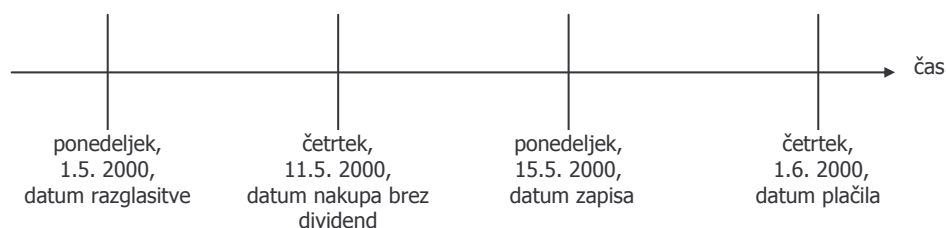
Najpogostejši način razdelitve dela dobička med delničarje je razdelitev v denarju, ali denarna dividenda. Vodstvo delniške družbe se v skladu s svojo politiko dividend odloči, kolikšen delež dobička se bo razdelil in kolikšnega bo zadržalo v podjetju za druge namene. Ker je lastništvo delniških družb razdeljeno na delnice, je z deležem dobička, ki se bo izplačal, tudi določeno, koliko znaša dividenda na posamezno delnico. Vsak solastnik podjetja dobi nakazano vsoto v višini: št. delnic v lasti \* dividenda na delnico.



Javne delniške družbe v ZDA in Veliki Britaniji ponavadi izplačujejo redne denarne dividende (*ang. regular cash dividend*). Večina ameriških podjetij, ki izplačujejo redne denarne dividende, ponavadi počno to vsake tri mesece, vendar četrletno plačilo rednih denarnih dividend ni edino možno, temveč se te plačujejo tudi na vsakega pol leta ali letno. Včasih podjetja poleg redne denarne dividende izplačajo tudi izredno denarno dividendo (*ang. extra cash dividend*). Ker je razdelitev dobička v obliki denarne dividende najpogostejša, je v nadaljevanju podrobneje predstavljen postopek pri izplačilu v obliki denarne dividende.

Preden se lahko opravi kakršno koli izplačilo, je potrebno določiti višino dividende na delnico. Po sprejemu te odločitve vodstvo delniške družbe objavi, kolikšen delež celotnega dobička, ki je na razpolago, se bo razdelil med lastnike v obliki denarne dividende. Temu datumu pravimo datum razglasitve (*ang. declaration date*). Višina dividende se izrazi kot število denarnih enot na delnico, kot odstotek tržne cene ali kot odstotek dobička na delnico. Vse delniške družbe morajo voditi evidenco o lastnikih, ali tako imenovano delniško knjigo. Izplačilo se vrši osebam, ki so v delniški knjigi vodene kot lastniki dela lastniškega kapitala podjetja. Podjetja določijo datum, do katerega morajo biti vse spremembe lastništva sporočene podjetju, če želijo novi lastniki dobiti nakazane dividende. Ta datum se imenuje datum zapisa (*ang. record date*). Ker pa je nemogoče, da bi se vse spremembe lastništva sporočile podjetjem do datuma zapisa, je potreben še datum nakupa brez dividend (*ang. ex-dividend date*). Od tega datuma dalje se delnice podjetja, ki izplačuje dividende, prodajajo brez pripadajočih dividend. Ta datum uveljavijo udeleženci na organiziranem trgu kapitala (borzni posredniki, člani borz, borze) in podjetja, ki izplačuje dividende, ne zanima. V ZDA velja, da je ta datum pet delovnih dni pred datumom zapisa, pri nas pa je ta rok dva delovna dneva. Datum, ko se dejansko opravi izplačilo dividend, pa se imenuje datum plačila (*ang. payment date*).<sup>5</sup> Slika 2 grafično ponazarja zgornji opis.

### Slika 2: Prikaz postopka izplačila denarne dividende



Vir: Ross et al., 1993, str. 523.

<sup>5</sup> Povzeto po Ross et al. (1993, str. 522, 523).



### 2.3.2 DIVIDENDA V OBLIKI DELNIC IN CEPITEV DELNIC

Dividenda v obliki delnice in cepitev delnic, strogo gledano, nista dividendi, vendar sta v povezavi s politiko denarnih dividend. Visoke dividende v obliki delnic ali cepitve delnic se ponavadi uporabljajo po hitri rasti cen delnic, ko se želi doseči veliko znižanje cene delnic. Manjše dividende v obliki delnic pa se uporablja, ko se želi obdržati ceno delnic na neki želeni ravni.

Dividenda v obliki delnic pomeni, da vsi lastniki dobijo novoizdane delnice v sorazmerju z njihovimi lastniškimi deleži. Če podjetje izplača 10% dividendo, to pomeni, da bo vsak delničar, ki ima v lasti 100 delnic, na novo dobil 10 delnic. Cepitev delnic je zelo podobna dividendi v obliki delnic, gre le za razlike tehnične narave. Število in vrednost delnic po opravljenem izplačilu dividende sta enaki, ne glede na izbrani način izplačila. Pri dividendi v obliki delnic se izdajo nove delnice, ohrani se nominalna vrednost le-te, medtem ko se pri cepitvi delnic obstoječe delnice zamenjajo z novimi in se njihova nominalna vrednost ustrezno zmanjša.

Kakšni pa so učinki dividende v obliki delnice ali cepitvi delnic na ceno delnic in s tem na vrednost podjetja? Čeprav se zdi logično, da se vrednost podjetja samo z delitvijo kapitala na manjše dele ne more povečati, pa empirične raziskave, po izločitvi vpliva denarnih dividend, kažejo na to, da cepitve delnic ali izplačila dividend v obliki delnic, povečujejo vrednost podjetja (glej na primer Grinblatt et al., 1984). Zakaj je temu tako, je zelo zanimivo vprašanje, saj števila delnic ne moremo kar večati v nedogled. Trenutno sta na voljo dve dokaj sprejemljivi razlagi takšnega povečanja vrednosti podjetja (Kaen, 1995, str. 561). Prva pravi, da obstaja neko "optimalno" območje, v katerem naj bi se nahajala cena delnice. Mnogo finančnih direktorjev v ZDA verjame, da je to območje med 20 in 50 USD (ta podatek se nanaša na ZDA in se ne more kar posplošiti kot splošno veljaven). V tem območju naj bi vlagatelji višje vrednotili podjetje kot celoto, kot pa če se cena delnice nahaja izven tega območja. Vlagatelji naj bi smatrali delnice s ceno pod 20 USD za "tvegane", nekako sumljive, medtem ko naj bi bile delnice dražje od 50 USD "drage". Druga razlaga pa poudarja informacijsko vsebino, ki jo dividenda v obliki delnice ali cepitev delnic pošlje finančnim trgovcem. Kakšna je ta informacija, razen da je pozitivna, ni moč reči. Lahko pa je razlaga za pozitiven vpliv povečanja števila delnic tudi povečano zanimanje finančnih analitikov, ki bodo verjetno, enkrat ko jih bodo začeli iskati, dobre novice tudi odkrili. Če dobrih novic ne bi bilo, bi analitiki zaznali napačen "signal" in cena delnic bi padla, poleg tega pa bi podjetje utrpelo še izgubo ugleda na finančnih trgih.

Brigham in Gapenski (1996, str. 466, 467) poudarjata naslednje rezultate empiričnih raziskav s področja dividend v obliki delnic in cepitve delnic:

- V povprečju se cena delnic podjetij, ki so objavile cepitev ali dividendo v obliki delnic, v kratkem času po objavi dvigne.
- Ta povečanja cene so bolj posledica dejstva, da vlagatelji interpretirajo objave cepitev ali dividend v obliki delnic kot napovedi višjih dobičkov in dividend v

prihodnosti, kot pa želje po cepitvi/dividendi v obliki delnic sami po sebi. Ker cepitve/dividende v obliki delnic uporabljajo večinoma podjetja, katerih vodstva pričakujejo rast dobička v prihodnosti, je objava le-teh s strani vlagateljev interpretirana kot pozitiven signal.

- Opaženo je, da se cene delnic v povprečju povišajo, če podjetje objavi cepitev delnic ali dividendo v obliki delnic. Vendar če podjetje v naslednjih nekaj mesecih ne objavi povečanja dobička in dividend, bo tržna kapitalizacija podjetja padla na raven pred objavo cepitve/dividende v obliki delnic.
- Stroški posredovanja borznega posrednika v odstotnih točkah so višji pri nižje vrednotenih delnicah. To pomeni, da je trgovanje z nizko vrednotenimi delnicami dražje kot z visoko vrednotenimi. To pomeni, da cepitve delnic in dividende v obliki delnic znižujejo likvidnost delnic.

### **2.3.3 REINVESTIRANJE DIVIDEND**

Pogodbe o reinvestiranju dividend (*ang. dividend reinvestment plans*) omogočajo obstoječim delničarjem podjetja možnost avtomatičnega reinvestiranja denarnih dividend v delnice izplačujočega podjetja. Delničar, ki želi sodelovati v pogodbi, naroči podjetju, naj avtomatično zadrži njegove dividende in uporabi sredstva za nakup dodatnih delnic. Uporabljata se dva tipa pogodb in sicer pogodbe za nakup starih in pogodbe za nakup novih delnic.

Pri pogodbah za nakup starih delnic podjetja sredstva, prvotno namenjena denarnim dividendam, nakaže izbranemu skrbniku, ki po odbitju provizije ta sredstva uporabi za nakup delnic na sekundarnem trgu po tržni ceni. Delnice se potem razdelijo sodelujočim delničarjem glede na njihov delež lastništva. Podjetje ne izda nobenih novih delnic in ne prejme nič novega lastniškega kapitala. Korist, ki jo ima sodelujoči delničar, je v nižjih transakcijskih stroških kot pri nakupu v lastni režiji (Brigham in Daves, 2002, str. 576).

Pri pogodbah za nakup novih delnic podjetja izdajo nove delnice sodelujočim delničarjem. Ti ne plačajo nobene provizije in pogosto jim podjetja delnice prodajo s tri do petodstotnim popustom. Stroški petodstotnega popusta so ponavadi manjši kot provizija, ki bi jo podjetje plačalo investicijskemu bankirju za pomoč pri izdaji novih delnic (Brigham in Daves, 2002, str. 577).

Ne glede na to, katera pogodba je uporabljena, so sodelujoči delničarji zavezani k plačilu davka na reinvestirane denarne dividende. Če podjetje ne bi izplačalo dividend in bi ta sredstva reinvestiralo v podjetju, bi imeli delničarji možnost reinvestirati večjo vsoto denarja po odbitju davkov. V lasti bi imeli manj delnic, vendar bi bila cena delnice višja kot pri pogodbi za reinvestiranje. Zakaj torej podjetja uporabljajo pogodbe o reinvestiranju dividend in se delničarji odločijo za sodelovanje v njih? Dokončnega

odgovora na to vprašanje še ne moremo dati. Lahko je v ozadju obnašanje, ki ga imenujemo učinek klientov.<sup>6</sup> Če ima podjetje v lasti mešanica vlagateljev z različnimi preferencami glede dividend, potem so lahko pogodbe o reinvestiranju dividend način zadovoljevanja teh različnih preferenc. Drugi odgovor bi lahko bil, da dajejo pogodbe o reinvestiranju dividend delničarjem možnost kadarkoli ustaviti reinvestiranje sredstev v podjetje. Odločitev o reinvestiranju je v rokah delničarja in ne menedžmenta podjetja, torej lahko govorimo tudi o elementih razlage o stroških agentov<sup>7</sup> (Kaen, 1995, str. 561, 562).

### 2.3.4 ODKUP LASTNIH DELNIC

Naslednji izmed načinov "izplačila" dividend delničarjem je odkup lastnih delnic. Pri odkupu lastnih delnic podjetje, ki se odloči za to obliko, na trgu kapitala kupuje lastne delnice. Tako lahko delničarji, ki si želijo likvidna sredstva, odprodajo del svojih delnic in nadomestijo denarno dividendo s kapitalskim dobičkom. Pri tem je potrebno opozoriti, da so v večini držav dividende drugače (višje) obdavčene kot kapitalski dobički in so tako davčni učinki pomemben faktor pri privlačnosti te oblike dividende. Za nakup so uporabljena le "prosta" denarna sredstva, tako da bodo prihodnji denarni tokovi enaki, kot če se ta nakup ne bi zgodil in bi se dividende izplačale v drugi obliki.<sup>8</sup> Ker pa se del delnic umakne s trga, naj bi to vodilo do zvišanja cene delnice.

Odkupi lastnih delnic se ponavadi opravijo po enem izmed treh načinov:

1. Z nakupom delnic, seveda ponavadi s posredovanjem borznega posrednika, na sekundarnem trgu kapitala.
2. Z nakupom delnic preko ponudbe za odkup paketa delnic, kjer podjetje določi ceno, po kateri je delnice pripravljeno kupiti. Pri ponudbi za odkup podjetja ponavadi navedejo, da nameravajo odkupiti določeno število delnic v določenem časovnem obdobju (večinoma en mesec). Če je ponujenih preveč delnic, podjetje od vsakega ponudnika odkupi enak delež ponujenih delnic.
3. Z uporabo nizozemske dražbe (*ang. Dutch auction*), kjer podjetje objavi, da bo za nakup delnic namenilo določeno višino sredstev in določi razpon cen, v katerem je pripravljeno delnice kupiti. Delničarji, ki želijo prodati delnice, lahko ponudijo ceno kjerkoli v objavljenem razponu, vendar se verjetnost prodaje večja z nižjo ceno. Podjetje odkupi ponujene delnice tako, da določi najnižjo ponujeno ceno, pri kateri se porabijo namenjena sredstva. Samo delničarji, ki so delnice ponudili po tej ali nižji ceni, bodo delnice prodali (vsi po isti ceni), drugi ne.

---

<sup>6</sup> Razlago učinka klientov bomo razložili v naslednjem poglavju, in sicer v točki **3.4.2**, na strani 26.

<sup>7</sup> Razlago o stroških agentov bomo opisali v naslednjem poglavju, in sicer v točki **3.4.3**, na strani 28.

<sup>8</sup> Ker nas zanima politika dividend in nas druge finančne politike ne zanimajo, se omejimo samo na sredstva, ki niso namenjena investicijam.

Odkup lastnih delnic lahko služi tudi kot sredstvo za doseg drugih ciljev. Najpomembnejši med njimi je sprememba strukture kapitala in finančnega vzvoda podjetja. Nas ta uporaba odkupa lastnih delnic v druge namene ne zanima in se omejujemo samo na uporabo tega instrumenta v namene politike dividend.

Zakaj lahko odkupi lastnih delnic povečajo vrednost podjetju, se poskuša razložiti predvsem z davčnimi učinki in pa s signaliziranjem podjetij, da so njihove delnice podcenjene. V večini držav so kapitalski dobički obdavčeni po nižji stopnji kot dividende, iz česar sledi, da imajo vsaj nekateri delničarji raje povečanje svojega premoženja, vloženega v podjetje v obliki kapitalskega prirastka, kot izplačilo dividend. Davčna razlaga privlačnosti odkupa lastnih delnic je široko sprejeta, saj je precej logična. O tem, kako široko sprejeta je, priča tudi dejstvo, da davčna uprava ZDA pozorno spremlja podjetja, ki odkupujejo lastne delnice, da se instrument odkupa lastnih delnic ne bi uporabil za izogibanje plačila davkov.

Menedžerji pogosto trdijo, da odkupujejo lastne delnice zato, ker so le-te podcenjene in jim bodo s tem dvignili ceno (Kaen, 1995, str. 553). Finančni ekonomisti glavnega toka ne pritrdijo radi tej razlagi, saj vsebuje namige o neracionalnosti vlagateljev in neučinkovitosti trgov. Če omilimo predpostavke o količini informacij, ki so na voljo vlagateljem in menedžerjem, ter predpostavimo, da le-ti lahko delujejo tudi v lastnem interesu, je teoretičnih zadržkov precej manj. Poleg tega pa tudi finančna praksa pogosto potrjuje razlago o signaliziranju.<sup>9</sup>

Brigham in Gapenski (1996, str. 463, 464) navajata naslednje pomembnejše prednosti odkupa lastnih delnic:

1. Vlagatelji jemljejo objave odkupa lastnih delnic kot pozitiven signal, saj so odkupi lastnih delnic velikokrat posledica mišljenja menedžmenta, da so delnice podjetja podcenjene.
2. Lastniki delnic imajo možnost odločitve, saj delnice lahko prodajo, lahko pa tudi ne. Delničarji, ki rabijo denar, prodajo del svojih delnic, tisti, ki pa dodatnega denarja ne potrebujejo, delnice zadržijo. V primeru denarne dividende te izbire ni, delničarji morajo sprejeti dividendo in seveda plačati davek.
3. Odkup lastnih delnic lahko s trga "umakne" velik sveženj delnic, ki je na trgu "presežen" in tišči ceno delnic navzdol.
4. Na kratek rok so dividende "lepljive" (*ang. sticky*), saj vodstva podjetij nerada povečujejo dividende, če jih v prihodnje ne bodo mogli vzdrževati na vsaj taki višini, ker dividende ne marajo zniževati. Če se za presežni denarni tok smatra, da je le prehodnega značaja, je zelo verjetno, da se bo menedžment odločil za

---

<sup>9</sup> Takoj po velikem zlomu newyorške borze, 19. oktobra 1987, se je veliko podjetij odločilo za odkup lastnih delnic. Ker med 18. in 20. oktobrom 1987 ni bilo nikakršne spremembe davčne zakonodaje, bi takšno obnašanje podjetij težko pripisali davčnim motivom. Cene delnic so v nekaj urah padle za več kot 25 odstotkov in mnogi menedžerji so bili mnenja, da so tako veliki padci cen delnic neupravičeni. Z njihove perspektive je bila to izjemna naložbena priložnost (Kaen, 1995, str. 553).

odkup lastnih delnic, namesto zvišanja denarne dividende, ki je v prihodnje ne bi bilo možno vzdrževati.

5. Odkupi lastnih delnic se lahko uporabijo za velike spremembe kapitalske strukture v zelo kratkem času.

Slabosti odkupa lastnih delnic pa so po mnenju istih avtorjev naslednje:

1. Ne moremo z gotovostjo vedeti, da so delničarji indiferentni med denarnimi dividendami in kapitalskimi dobički in cena delnic bi bila lahko ob denarni dividendi višja kot pa pri odkupu lastnih delnic.
2. Delničarji, ki prodajajo delnice, imajo lahko premalo informacij in so premalo seznanjeni s sedanjimi in bodočimi aktivnostmi podjetja. Vendar podjetja ponavadi objavijo program odkupa lastnih delnic pred kakšnimi večjimi spremembami aktivnosti, da bi se izognila možnim tožbam.
3. Podjetje lahko za delnice plača previsoko ceno in tako oškoduje preostale delničarje. Če se z delnicami podjetja redko trguje in če želi podjetje odkupiti relativno velik sveženj delnic, potem se lahko zgodi, da bo cena, po kateri bo odkup opravljen, nad ravnotežno in bo le-ta padla po opravljeni operaciji odkupa.

### **2.3.5 DRUGE OBLIKE IZPLAČILA "DIVIDEND"**

Doslej opisani načini izplačila dobička delničarjem so v svetu običajni in tudi najbolj uveljavljeni. Vendar pa obstaja še več drugačnih oblik odtoka denarja iz podjetja. To velja predvsem za zaprte družbe, ali družbe z visokim, vendar nenadzornim deležem zunanjih lastnikov in večinskim notranjim lastništvom, kjer se pojavi konflikt med notranjimi in zunanjimi lastniki. Razlogi za takšno izplačilo "dividend" so lahko različni, največkrat pa je njihov cilj izogibanje davkom, lahko pa tudi odvzemanje premoženja drugim lastnikom oziroma upnikom. Denar iz podjetja ne odteka kot klasična dividenda, temveč se izplača v obliki previsokih plač, nagrad, pokrivanja stroškov zaposlenih, itd. Vse to se v bilancah ne prikaže kot delitev dobička, temveč kot odhodek in zato znižanje dobička in s tem oškodovanje delničarjev, ki si "svojega dela" denarnega toka podjetja ne morejo izplačati drugače kot z dividendami. V vseh teh primerih je smiselno širše pojmovanje dividend, ki med dividende vključuje tudi presežek izplačila lastnikom nad normalnim nadomestilom za njihov vodstveni ali delovni prispevek podjetju in ne samo lastnikom izplačani del čistega dobička (Mramor, 1996, str. 329-331).

V drugem vsebinskem sklopu magistrskega dela bomo predstavili razmere, ki so se ustvarile v slovenskem gospodarstvu po končanem lastninjenju. Takratne razmere so bile v marsikaterem slovenskem podjetju primerne za izplačevanje "dividend" (glej na primer Prašnikar in Svejnar (1998)).

### 3 TEORETIČNA DOGNANJA O POLITIKI DIVIDEND

Ekonomska znanost ima zelo zanimivo lastnost, in sicer da je na eno vprašanje zmožna odgovoriti z več povsem različnimi, a teoretično enakovrednimi odgovori. To se pokaže tudi pri politiki dividend, kjer obstajajo tri šole ali smeri, ki različno razlagajo vpliv politike dividend na vrednost podjetja. Na desni<sup>10</sup> imamo konservativno šolo (desničarji), ki zagovarja mnenje, da povečanje izplačila čistega dobička (višanje dividend) veča vrednost podjetja. Na levi imamo šolo (levičarji), ki trdi, da povečanje izplačila čistega dobička (višanje dividend) zmanjšuje vrednost podjetja. Na sredi pa imamo šolo (sredina), ki meni da je vrednost podjetja neodvisna od politike dividend (Brealy in Myers, 1996, str. 422, 423).

Začetki šole, ki zagovarja nevtralnost politike dividend, segajo v leto 1961, ko sta Modigliani in Miller objavila članek, v katerem dokazujeta nevtralnost politike dividend v svetu brez davkov, transakcijskih stroškov in drugih tržnih nepopolnosti. Po tedanjih ameriških standardih sta bila Modigliani in Miller označena kot leva radikalca, saj je takrat večina ljudi verjela, da tudi pod idealiziranimi pogoji višanje dividend vodi do višanja cen delnic. V literaturi najdemo tudi tako imenovano "tradicionalno" razlago politike dividend. To razlago lahko uvrstimo med desničarje (tradicionaliste), vendar pa je tradicionalna razlaga temeljila predvsem na opazovanju prakse in ne na teoretični analizi, saj se je oblikovala pred sodobno finančno teorijo. V tabeli 1 prikazujemo tri zgoraj omenjene šole in najbolj poznane teorije, ki jih zagovarjajo.

**Tabela 1: Tri glavne šole in teorije politike dividend**

	<b>Levičarji</b>	<b>Sredina</b>	<b>Desničarji</b>
Vpliv večjega deleža dobička, izplačanega v obliki dividend, na vrednost podjetja	negativen	nevtralen	pozitiven
Glavne teorije	teorija davčne preference	teorija nevtralnosti	teorija "vrabca v roki"

Vir: Brealy in Myers, 1996, str. 422, 423.

Pri posameznih teorijah je potrebno povedati, da niso neposredno primerljive med seboj, saj teorija nevtralnosti sloni na predpostavki popolnega trga kapitala, medtem ko je teorija davčne preference zgrajena na eni od tržnih nepopolnosti, davkih.

V tem poglavju pa se bomo poleg omenjenih teorij dotaknili še nekaterih drugih razlag politike dividend. Teh sicer običajno ne imenujemo teorije politike dividend, vendar

---

<sup>10</sup> Poimenovanje levičarji, desničarji... je nastalo v ZDA in nima nikakršne veze s pojmovanjem levičarstva in desničarstva pri nas.

poskušajo na teoretično ustrezen način razložiti dogajanja, povezana z dividendami in politiko dividend. Povezane so predvsem z nepopolnostmi trga kapitala, neučinkovitostjo in racionalnostjo vlagateljev in so poznane kot:

- informacijska vsebina dividend ali hipoteza signaliziranja,
- učinek klientov,
- stroški agentov in politika dividend.

Poleg dopolnitev glavnih teorij pa bomo osvetlili še nekatera druga vprašanja, ki tudi pomembno vplivajo na odločitve o politiki dividend.

### **3.1 TEORIJA NEVTRALNOSTI**

Avtorja teorije nevtralnosti sta Miller in Modigliani, ki sta v svojem slavnem članku iz leta 1961 (Miller in Modigliani, 1961), pokazala, da v primeru popolnega trga kapitala politika dividend ne vpliva na vrednost podjetja. Seveda je potrebno upoštevati, da se pri tej teoriji predpostavlja, da ni davkov, transakcijskih stroškov, asimetričnih informacij. Osnovno izhodišče, ki sta ga Miller in Modigliani uporabila pri dokazovanju nepomembnosti politike dividend za vrednost podjetja, je neodvisnost politike dividend in investicijske politike.

Na tem mestu izpeljave dokaza nevtralnosti ne bomo ponavljali, bralec, ki ga izpeljava zanima, lahko le-to najde v Mramor (1991) ali v originalnem članku. Rajši bomo poskusili razložiti logiko, ki je v ozadju teorije. Predpostavimo, da je podjetje določilo svoje investicije in način financiranja le-teh (kapitalsko strukturo). S tem je določeno, koliko novih investicij se bo financiralo z zadolževanjem in koliko se jih bo financiralo iz zadržanih dobičkov. Preostali dobiček naj se izplača v obliki dividende.

Kaj se zgodi, če se podjetje odloči povečati višino dividende, pri nespremenjeni politiki financiranja in investicij? Dodatni denar, ki ga bo podjetje izplačalo kot dividende, mora priti od nekod. Če je podjetje fiksiralo višino izposojenih sredstev, je edini način financiranja dodatnih dividend, da natisne nekaj novih delnic in jih proda. Novi delničarji bodo kupili novo izdane delnice le v primeru, če bo cena enaka vrednosti izdanih delnic. Toda kakšna naj bo sedaj cena novo izdanih delnic? Enaka trenutni? Višja, nižja? Čeprav bo podjetje izdalo nove delnice, bodo njegova sredstva, prihodki, investicijske možnosti in posledično denarni tokovi nespremenjeni. Iz tega sledi, da bo tudi vrednost podjetja (lastniškega kapitala, delnic) nespremenjena. Povedano z drugimi besedami, cena delnic mora biti nižja, saj se bo enako velika torta delila na več kosov. Novi delničarji dobijo delnice po ceni, ki je nižja kot pred objavo spremembe višine dividende in stari delničarji utrpijo kapitalsko izgubo pri njihovih delnicah. Premoženje starih delničarjev pa ostane nespremenjeno, saj je njihova kapitalska izguba ravno enaka dodatno razdeljenim dividendam.<sup>11</sup>

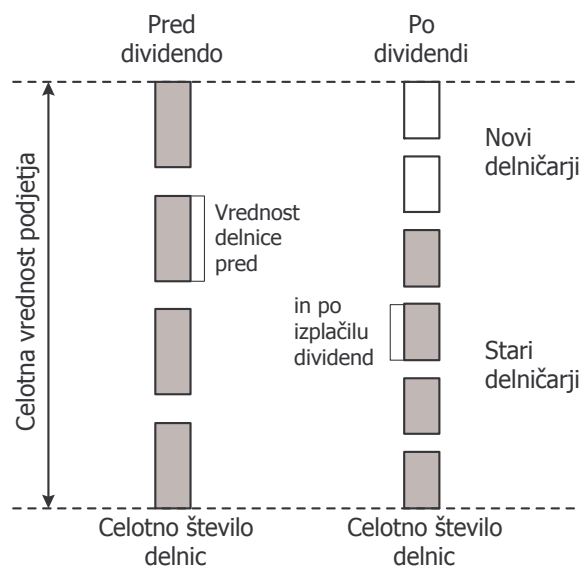
---

<sup>11</sup> Pri tem se predpostavlja popoln trga kapitala. Novi delničarji bodo plačali za delnico natanko toliko manj



Prodaja novih delnic bo možna le v primeru, če bo prišlo do prenosa lastništva med starimi in novimi delničarji. Slika 3 kaže, kako se ta prenos lastništva zgodi. Naše hipotetično podjetje izplača tretjino svoje vrednosti v obliki dividend. Denar za to izplačilo dobi z izdajo novih delnic. Kapitalska izguba starih delničarjev je prikazana z zmanjšanjem velikosti senčenih okvirčkov. Toda kapitalska izguba je natanko nadomeščena z denarjem, ki ga je podjetje dobilo z izdajo novih delnic (beli okvirčki) in ga potem izplačalo starim delničarjem kot povečanje dividende.

**Slika 3: Prenos lastništva med starimi in novimi delničarji kot posledica spremembe politike dividend (povečanja dividend), pri popolnem trgu kapitala**



Vir: Brealy in Myers, 1996, str. 424.

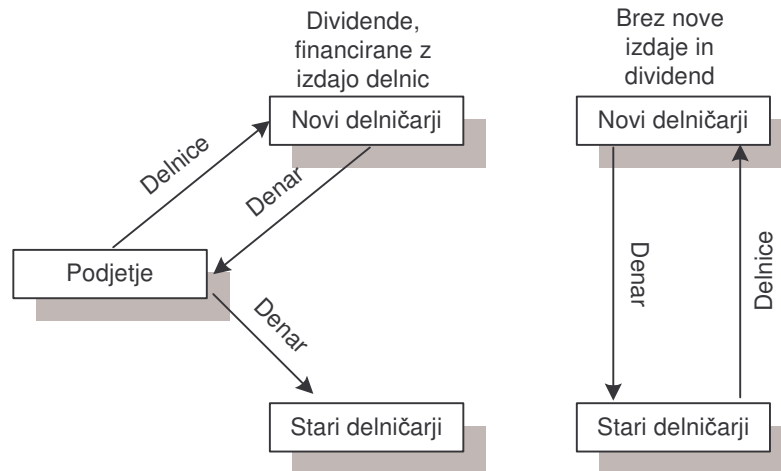
Vprašanje, ki se postavlja, je, ali je starim delničarjem povečana dividenda in posledična kapitalska izguba ljubša kot prvotna višina dividende brez kapitalske izgube? Lahko bi jim bila, če bi bil to edini način, da pridejo do denarja. Toda dokler obstajajo učinkoviti trgi kapitala, lahko prodajo del svojih delnic (po ustrezni ceni) in pridejo do denarja. Tako lahko stari delničarji pridejo do denarja s tem, da prepričajo menedžment, da poviša dividende, ali pa da prodajo del delnic. V obeh primerih bo prišlo do prenosa lastništva od starih na nove delničarje in stari delničarji bodo spremenili del svojega premoženja iz ene oblike (delnice) v drugo (denar). Edina razlika je v tem, da v primeru izdaje delnic pride do prenosa lastništva z zmanjšanjem vrednosti delnic, v drugem primeru pa z zmanjšanjem števila delnic v posesti starih delničarjev. Možnosti ponazarjamo na sliki 4.

---

od cene, ki je veljala pred objavo spremembe dividende, kot znaša povečanje dividende. To sledi, ker so prihodnji denarni tokovi podjetja nespremenjeni, torej je tudi vrednost podjetja za racionalnega vlagatelja nespremenjena.



**Slika 4: Alternativna načina spremembe strukture premoženja starih delničarjev (prenosa lastništva od starih na nove delničarje)**

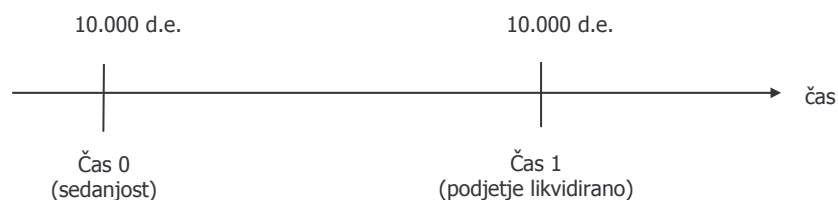


Vir: Brealy in Myers, 1996, str. 425.

Ker vlagateljem dividende niso edini način, da pridejo do denarja, ne bodo pripravljeni plačati višje cene za delnice podjetij z visokim izplačilom dobička. Po teoriji nevtralnosti torej podjetjem ni potrebno skrbeti glede optimalne politike dividend. Višina dividend naj bo stranski produkt investicijske politike in politike financiranja in naj prosto niha v skladu s spremembami, ki ju diktirajo ti politiki.

Naj opisano predstavimo še s primerom. Vzemimo hipotetično podjetje MM, ki je v celoti financirano z lastniškim kapitalom in deluje deset let. Finančni direktor podjetja MM ve (ob času 0), da bo podjetje prenehalo obstajati čez eno leto (čas 1). Ob času 0 je finančni direktor z gotovostjo zmožen napovedati denarne tokove. Ti so 10.000 d.e. ob času nič (sedaj) in 10.000 d.e. ob času 1. Podjetje MM nima na razpolago nobenih investicijskih priložnosti s pozitivno neto sedanjo vrednostjo. Zahtevana stopnja donosa za podjetje MM znaša 10 odstotkov in izdanih je 1.000 delnic.

**Slika 5: Denarni tokovi podjetja MM**



Vir: Lastna izdelava.

*Obstoječa politika dividend: Dividende so enake denarnim tokovom, torej 10.000 d.e. v času 0 in 10.000 d.e. v času 1. Dividende na delnico so v obeh primerih 10 d.e. na delnico. Vrednost podjetja v času 0 pri tej politiki znaša:*

$$V_0 = DIV_0 + \frac{DIV_1}{1+r_s} = 10.000 + \frac{10.000}{1,1} = 19.090,91 \text{ d.e.} \quad (3.1)$$

*Alternativna politika dividend: Prvotna dividenda je večja kot razpoložljivi denarni tok.* Recimo, da se vodstvo podjetja ne strinja z obstoječo politiko dividend in zahteva višjo dividendo v prvem obdobju. Recimo, da je dividenda v prvem obdobju 11 d.e. na delnico. Celotno izplačilo za dividende tako znaša 11.000 d.e., kar je več kot razpoložljivih 10.000 d.e. Manjkajočih 1.000 d.e. podjetje pridobi tako, da izda nove delnice (v času 0). Novi delničarji bodo zahtevali 10 odstotno donosnost, tako da jim bo v času 1 potrebno izplačati 1.100 d.e. Starim delničarjem tako ostane 8.900 d.e. Vrednost podjetja pri alternativni politiki dividend znaša:<sup>12</sup>

$$V_0 = DIV_0 + \frac{DIV_1}{1+r_s} = 11.000 + \frac{8.900}{1,1} = 19.090,91 \text{ d.e.} \quad (3.2)$$

Vidimo, da je vrednost podjetja enaka, ne glede na izbrano politiko dividend. V tabeli 2 prikazujemo, kaj se zgodi z vrednostjo delnice in podjetja kot celote, če se podjetje MM odloči za povišanje dividend.

**Tabela 2: Vpliv spremembe politike dividend podjetja MM na vrednost podjetja**

Č	Obstoječa politika dividend											
	Stari delničarji				Novi delničarji				Skupaj			
	<i>DIV</i>	<i>NPV</i>	<i>P* delnice</i>	<i>Div</i>	<i>DIV</i>	<i>NPV</i>	<i>P* delnice</i>	<i>Div</i>	<i>DIV</i>	<i>NPV</i>	<i>P* delnice</i>	<i>Div</i>
0	10.000	19.091	9,09	10,0	0	0	/	/	10.000	19.091	9,09	10,0
1	10.000	/	0,00	10,0	0	/	/	/	10.000	/	0,00	10,0
Č	Alternativna politika dividend											
	Stari delničarji				Novi delničarji				Skupaj			
	<i>DIV</i>	<i>NPV</i>	<i>P* delnice</i>	<i>Div</i>	<i>DIV</i>	<i>NPV</i>	<i>P* delnice</i>	<i>Div</i>	<i>DIV</i>	<i>NPV</i>	<i>P* delnice</i>	<i>Div</i>
0	11.000	19.091	8,09	11,0	-1.000	0	8,09	0,0	10.000	19.091	8,09	11,1
1	8.900	/	0,00	8,9	1.100	/	0,00	8,9	10.000	/	0,00	8,9

\* Nahajamo se po datumu nakupa brez dividend.

*DIV* = celoten znesek izplačan za dividende

*Div* = dividenda na delnico

*NPV* = neto sedanja vrednost

*P delnice* = cena delnice

Cena delnic je seveda enaka tako za stare, kot za nove delničarje. Cena delnice v času 0 je manjša, kot pa je vrednost podjetja v času 0, deljena s številom delnic. Vzrok temu je, da je čas 0 na časovni premici za datumom nakupa brez dividend. Vendar pa je vrednost delnice za stare delničarje višja od cene delnice, in sicer natanko za višino

<sup>12</sup> Vrednost podjetja v času 0 je enaka seštevku sedanjih vrednosti denarnih tokov starih in novih delničarjev. Ker je NPV investicije novih delničarjev 0, lahko vrednost podjetja v času 0 ocenimo kot diskontirane vrednosti izplačil starim delničarjem.

dividende. Zmnožek števila obstoječih delnic (1.000) z vsoto cene delnice in pripadajoče dividende na delnico, predstavlja vrednost podjetja (v času 0). Ta vrednost je enaka diskontiranim prihodnjim denarnim tokovom vsem delničarjem. V tabeli je lepo vidno, da je neto sedanja vrednost investicije novih delničarjev 0 (predpostavka učinkovitega trga in posledično "prave" cene), neto sedanja vrednost investicije starih delničarjev pa je pri obeh politikah enaka.

Takšno stanje bi se vzpostavilo pri poljubnem povečanju dividend, vse do višine dividende 19.091 d.e. Višje dividende si podjetje ne more privoščiti. Pri tem višanju prihaja do procesa prenosa lastništva, kot je opisano zgoraj. V skrajnem primeru, da podjetje izplača dividende v času 0, v višini svoje vrednosti, pride do popolnega prenosa lastništva od starih na nove delničarje. Kaj se takrat zgodi s ceno in številom delnic? Cena se približuje nič, število pa gre proti neskončno. Tak primer je seveda šolski, saj je v realnem svetu nesmiseln (zamenjava lastništva z navadno prodajo je pač učinkovitejša).

### **3.2 TEORIJA "VRABCA V ROKI"**

V nasprotju z Modigliani-Millerjem konservativna šola politike dividend (desničarji) trdi, da višji deleži izplačila zvišujejo vrednost podjetja. Kot primer navajamo izsek iz Graham in Dodd (1951, str. 432):

"... stalno ponavljajoče se mnenje borze je močno v prid višjim dividendam, v primerjavi z nizkimi (bednimi). Povprečni vlagatelj mora upoštevati to mnenje borze, ko pred nakupom vrednoti delnice. Sedaj postaja vsakdanja praksa, da se navadne delnice vrednotijo z uporabo posebnega množitelja za del dobička, ki se izplača v obliki dividend in posebnega, mnogo manjšega množitelja za del, ki se reinvestira."

Rubner (1965, str. 159) pa na primer v svoji knjigi poziva oblast, da naj določi popolno izplačevanje dobičkov, saj naj bi to "skoraj zagotovo podvojilo ali potrojilo (v kratkem času) tržno vrednost lastniških papirjev."

Takšno razmišljanje o pomembnosti dividend je pogosto v poslovnem svetu in med vlagatelji. Vlagatelji in svetovalci s področja vlaganj v vrednostne papirje neprestano pritiskajo na korporacijske zakladnike, naj povišajo dividende.

Najbolj kritizirana predpostavka Modigliani-Millerjeve teorije nevtralnosti je indiferentnost vlagateljev med dividendami in kapitalskimi dobički. Tradicionalisti tej predpostavki nasprotujejo z razmišljanjem, da so dividende že denar v roki, medtem ko so kapitalski dobički v najboljšem primeru še nekje v grmovju. Lahko celo drži, da se mora vlagatelj, ki dobi dodatno dividendo, odpovedati enako velikemu kapitalskemu dobičku. Ampak če so dividende gotove, kapitalski dobički pa so tvegani, ali ni v tem primeru vlagatelj na boljšem?

Gornji odstavek ilustrira bistvo tako imenovane teorije "vrabca v roki", ki pravi, da vlagatelji niso indiferentni med dividendami in kapitalskimi dobički. Glavna zagovornika teorije "vrabca v roki", Myron Gordon in John Lintner, trdita, da vlagatelji, ki so nenaklonjeni tveganju (*ang. risk averse*), višje vrednotijo manj tvegane dividende kot bolj tvegane kapitalske dobičke, ki nastanejo kot posledica reinvestiranih denarnih tokov (dobičkov) (glej na primer Gordon, 1963, Lintner, 1962). Vlagatelji naj bi vrednotili tolar v obliki dividende bolj kot v obliki kapitalskega dobička, saj naj bi bili komponenti, ki sestavljata enačbo pričakovane donosnosti (3.3), različno tvegani. Komponenta dividendne donosnosti  $\frac{E(Div_1)}{P_0}$  naj bi bila manj tvegana kot komponenta  $E(g)$ , ki predstavlja kapitalsko donosnost.

$$E(r_0) = \frac{E(Div_1)}{P_0} + E(g) \quad (3.3)$$

kjer je:

$E(r_0)$  pričakovana donosnost v času  $t_0$   
 $E(Div_1)$  dividenda na delnico v času  $t_1$   
 $P_0$  cena delnice v času  $t_0$   
 $E(g)$  kapitalska donosnost med  $t_0$  in  $t_1$

Čeprav se na prvi pogled takšna razlaga sliši logična, danes velja, da je takšna razlaga v primeru učinkovitih kapitalskih trgov napačna. Problem je namreč v tem, da takšna razlaga ne obravnava politike dividend neodvisno od investicijske politike.<sup>13</sup> Danes je v finančni teorijo bolj ali manj enotno sprejeto, da je vrednost podjetja določena z velikostjo in tveganostjo prihodnjih denarnih tokov. Velikost in tveganost teh bodočih denarnih tokov pa je odvisna predvsem od investicijske politike in politike financiranja in ne od politike dividend. Tveganje vseh vlagateljev podjetja je prav tako določeno z odločitvami, sprejetimi v okviru investicijske in politike financiranja.

Da je v prej opisanem razmišljanju res moč opaziti prepletanje investicijske politike in politike dividend, lahko pokažemo z naslednjim primerom. Če se držimo naše definicije politike dividend, potem mora biti vsaka dodatna denarna enota izplačana v obliki dividende, nadomeščena z izdajo novih delnic, v enaki vrednosti. Če je cena poštena (če je trg kapitala učinkovit), potem bo ena denarna enota novega kapitala njegovemu lastniku zagotovila bodoče dividende s sedanjo (diskontirano) vrednostjo ene denarne enote. Stari delničarji pridobijo eno denarno enoto v obliki dividende in hkrati izgubijo eno v obliki kapitalskega dobička. Tako se jim zmanjša delež lastništva v podjetju. Zares so zamenjali tvegan kapitalski dobiček za netvegano dividendo, vendar pa so to storili ob prenosu lastništva, ki smo ga opisali v prejšnjem poglavju (glej sliko 4, prvi del, str. 17). Tako so stari delničarji v bistvu dezinvestirali en del tveganega

---

<sup>13</sup> Modigliani in Miller sta takšno razlago pozitivnega vpliva dividend na vrednost podjetja označila kot "zmota o vrabcu v roki". Glej tudi Brennan (1971), ki pokaže, da je Gordon teorijo "vrabca v roki"

premoženja in ga spremenili v netvegano naložbo (denar iz dividende). Denar, ki so ga dobili z dividendo, je varen, ker je v banki. V enako varni situaciji bi se znašli tudi, če bi dividende ostale nespremenjene in bi odprodali del svojih delnic (glej sliko 4, drugi del, str. 17). Če bi zares verjeli, da stari vlagatelji, ki zamenjajo tvegano premoženje za netvegano, s tem pridobijo, potem bi morali prav tako verjeti, da novi vlagatelji z nakupom delnic izgubijo. Vendar pa to ni logično. Novi vlagatelji tvegajo, vendar so za to plačani. Pripravljeni so kupiti delnice, ker so le-te vrednotene tako, da prinašajo donos, ki pokriva tudi ceno tveganja.

Nedoslednost teorije "vrabca v roki" lahko ponazorimo tudi s sledečim argumentom. Dividende so bolj predvidljive kot so kapitalski dobički, saj lahko menedžment stabilizira višino dividend, medtem ko neposrednega vpliva na ceno delnice nima. Če sedaj skladno s teorijo "vrabca v roki" sklepamo, da povečanje dividend zmanjšuje tveganost podjetja, potem lahko po analogiji sklepamo tudi, da so plačila obresti še bolj predvidljiva in bi povečanje izplačil v obliki obresti zmanjšalo tveganje in povečalo vrednost podjetja (Mramor, 1991, str. 126).<sup>14</sup>

### 3.3 TEORIJA DAVČNE PREFERENCE

Teorija nevtralnosti sloni na predpostavki popolnega trga kapitala. To je zelo "močna" predpostavka in je v dejanskem svetu vsekakor kršena. Zagovorniki teorije davčne preference opozarjajo na dejstvo, da imajo na dejansko donosnost naložbe velik vpliv tudi davčni sistemi posameznih držav. V večini držav so v veljavi različne davčne stopnje za kapitalske dobičke in za dividende. Večinoma so davki na kapitalske dobičke nižji, z namenom spodbujati varčevanje in investiranje in posledično višjo gospodarsko rast v prihodnje.<sup>15</sup> Tipičen primer velike razlike med davčnimi stopnjami na kapitalske dobičke in dividende so bile v preteklosti ZDA. Na sliki 6 prikazujemo najvišje osebne davčne stopnje za dividende in kapitalske dobičke, v obdobju 1960-2003. Vidimo, da so bile dividende v večini obdobja bolj obdavčene kot kapitalski dobički. Razlike so bile zelo velike in so v 50. letih znašale tudi več kot 50 odstotnih točk. Kasneje so se razlike zmanjšale in v letu 2002 je bila uvedena enaka obdavčitev dividend in kapitalskih dobičkov.

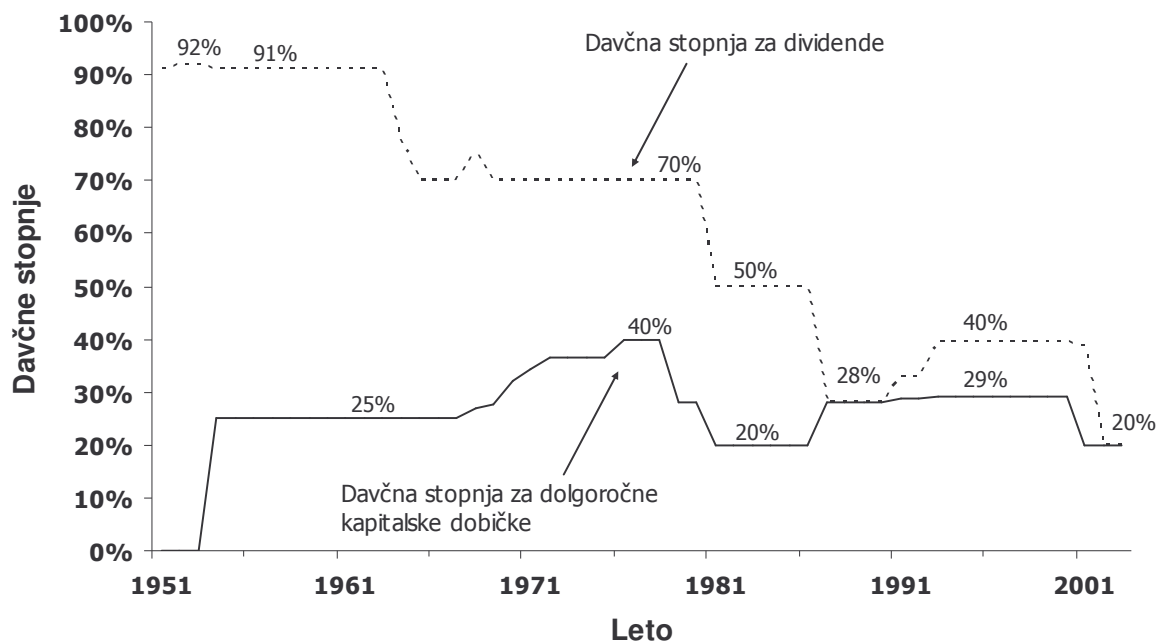
---

dejansko utemeljeval s spremembo investicijske politike in ne politike dividend.

<sup>14</sup> V resnici pa je ravno nasprotno, saj vsako dodatno zadolževanje povečuje finančni vzvod in s tem (finančno) tveganje podjetja. Več o tem si lahko bralec pogleda v učbenikih s področja poslovnih financ.

<sup>15</sup> V Sloveniji smo prvo obdobje po osamosvojitvi poznali celo oprostitev plačila davka na kapitalske dobičke.

**Slika 6: Najvišje osebne davčne stopnje za dividende in kapitalske dobičke v ZDA, za obdobje od 1960 do 2003**



Vir: Salas in Chahyadi, 2006, str. 18.

Cilj vsakega (racionalnega) vlagatelja je, da mu po odbitku davkov ostane čim večji delež dobička. Predpostavimo, da je trg kapitala učinkovit in da je vlagateljev horizont eno časovno obdobje. Po preteku tega obdobja bo vlagatelj realiziral kapitalske dobičke.<sup>16</sup> Del dobička na delnico, ki po plačilu osebnega davka na dividendo in osebnega davka na kapitalski dobiček ostane vlagatelju, lahko zapišemo kot:

$$w = d(1 - \tau_{PS_d}) + (1 - d)(1 - \tau_{PS_c}) \quad (3.4)$$

enačbo (3.4) lahko zapišemo tudi takole:

$$w = (1 - \tau_{PS_c}) - d(\tau_{PS_d} - \tau_{PS_c}) \quad (3.5)$$

kjer je:

- $w$  delež dobička na delnico, po plačilu osebnih davkov na dividende in kapitalske dobičke
- $d$  delež čistega dobička, izplačanega v obliki dividende
- $(1 - d)$  preostali delež čistega dobička, ki ga podjetje zadrži
- $\tau_{PS_d}$  osebna davčna stopnja za dividende
- $\tau_{PS_c}$  osebna davčna stopnja za kapitalske dobičke

<sup>16</sup> Če ne bi upoštevali, da je vlagateljev horizont eno leto, bi se efektivna stopnja osebnega davka na kapitalske dobičke znižala.

Najboljši način prenosa denarja iz podjetja na njegove lastnike je tisti, pri katerem so lastniki podvrženi najmanjšemu obdavčenju. Iz enačbe (3.5) vidimo, da dokler je osebna davčna stopnja za dividende višja od osebne davčne stopnje za kapitalske dobičke, je  $w$  največji v primeru, kadar podjetje ne izplača nobenih dividend. Če pa je osebna davčna stopnja za dividende nižja od osebne davčne stopnje za kapitalske dobičke, je  $w$  največji v primeru, kadar podjetje izplača ves dobiček v obliki dividend. Tudi v primerih, kadar velja  $\tau_{PS_d} = \tau_{PS_c}$ , je v povprečju efektivna davčna stopnja na kapitalske dobičke manjša, saj se v povprečju kapitalski dobički realizirajo v daljšem časovnem obdobju, kot je eno leto. Zagovorniki teorije davčne preference zato predlagajo, da naj podjetja, katerih cilj je maksimiranje tržne vrednosti podjetja, v primerih, ko je  $\tau_{PS_d} \geq \tau_{PS_c}$ , izplačujejo najnižje možne dividende (Mramor, 1991, str. 136).

Seveda so davčne ureditve v različnih delih sveta različne. Poznamo dvostopenjske sisteme, kjer so dividende obdavčene dvakrat in sisteme s tako imenovanim imputiranim davkom, kjer se dividende obdavčijo samo enkrat. V ZDA na primer poznajo dvostopenjski davčni sistem, kjer se dobiček obdavči na ravni podjetja, nato pa še pri delničarju, ki prejme dividende. V tabeli 3 prikazujemo obdavčitev pri dvostopenjskem davčnem sistemu in vpliv mejne osebne davčne stopnje na višino izplačanega dobička, ki ostane posamezniku po obdavčitvi.

**Tabela 3: Obdavčitev dobičkov in dividend pri dvostopenjskem davčnem sistemu**

	Obdavčitev pri $\tau_{PS_d}$ :	
	0%	39,6%
Celotni dobiček	100	100
Davek na dobiček, pravna oseba, ( $\tau_c = 0,35$ )	35	35
Čisti dobiček (izplačan kot dividende)	65	65
Davek na dividende	0	25,7
Dobiček na razpolago vlagatelju	<b>65</b>	<b>39,3</b>

Vir: Brealey in Myers, 1996, str. 436.

V 2. stolpcu tabele 3 prikazujemo primer vlagatelja z ničelno mejno stopnjo davka na dividende ( $\tau_{PS_d}$ ) in ta zadrži celotnih 65 denarnih enot dividende, ki je ostala po plačilu davka na dobiček. V 3. stolpcu pa prikazujemo situacijo za vlagatelja z 39,6% mejno davčno stopnjo, ki mora od prejete dividende plačati še 25,7 denarnih enot davka, in mu tako od 100 denarnih enot celotnega dobička po plačilu vseh davkov ostane le 39,3 denarne enote dobička.

V državah s sistemom imputiranih davkov pa lahko vlagatelji pri plačilu osebne davka odštejejo davek, ki ga je plačalo podjetje. Tak davčni sistem uporablja na primer Avstralija. S pomočjo primera ponazorimo, kako sistem imputiranega davka deluje. Predpostavimo, da ima podjetje 100 enot celotnega dobička na delnico. Po plačilu davka na dobiček znaša čisti dobiček na delnico 67 enot. Podjetje zdaj razglasi neto

dividendo v višini 67 enot in jih izplača delničarjem ter jih obvesti o plačilu davka v višini 33 enot za njihov račun. Delničarji so obravnavani kot da bi prejeli 100 enot dividend in od tega že plačali 33 enot davka. Pri takšnem načinu obdavčenja dobičkov in dividend je skupna davčna obremenitev izplačanega dobička določena z višino osebne davčne stopnje za dividende. V tabeli 4 prikazujemo sistem imputiranega davka za tri različne osebne davčne stopnje za dividende ( $\tau_{PSd}$ ).

**Tabela 4: Obdavčitev dobičkov in dividend pri sistemu imputiranih davkov**

	Obdavčitev pri $\tau_{PSd}$ :		
	15%	33%	47%
Celotni dobiček	100	100	100
Davek na dobiček, pravna oseba, ( $\tau_c = 0,33$ )	33	33	33
Čisti dobiček	67	67	67
Obrutena dividenda	100	100	100
Davek na dividende	15	33	47
Davek, plačan s strani podjetja	-33	-33	-33
Dobiček na razpolago vlagatelju	<b>85</b>	<b>67</b>	<b>53</b>

Vir: Brealey in Myers, 1996, str. 437.

Prikazali smo samo dva ekstremna načina obdavčitve dividend, obstaja pa še več vmesnih variant. Velika Britanija in Španija prav tako uporabljata sistem imputiranega davka, vendar njune davčne oblasti upoštevajo plačila davka s strani podjetja kot akontacijo davka za vlagatelja v manjšem znesku, kot ga je plačalo podjetje (Brealey in Myers, 1996, str. 436). V Nemčiji, na primer, pa so dividende bolj obdavčene kot kapitalski dobički, vendar pa je ta razlika omiljena z različnimi stopnjami davka na dobičke pravnih oseb. Zadržani dobički so namreč obdavčeni bolj kot pa dobički, namenjeni za dividende (Brealey in Myers, 1996, str. 435). V Sloveniji, podobno kot v ZDA, uporabljamo dvostopenjski davčni sistem.

### 3.4 DRUGE RAZLAGE IN VPRAŠANJA POLITIKE DIVIDEND

V preostanku tega poglavja bomo opisali še nekatere dopolnitve glavnih teorij, ki so nastale kot odgovor na kritike o nerealnosti predpostavk teorij, ter nekatere ostala vprašanja, ki se pojavljajo pri sprejemanju odločitev o višini in načinu izplačila dividend. Dopolnitve glavnih treh teorij so se oblikovale predvsem okoli tržnih nepopolnosti, ki lahko pomembno vplivajo na obnašanje udeležencev trga kapitala. Te dopolnitve so opisane v naslednjih treh točkah in se nanašajo predvsem na informacijske asimetrije, različne potrebe posameznikov po likvidnosti in težave, ki jih povzročata sodoben način vladanja podjetjem, kjer sta upravljanje in lastništvo podjetij večinoma ločena.

Ostala vprašanja v zvezi z dividendami, ki se jih bomo na kratko dotaknili, pa so povezana z odločitvijo o prvem izplačilu dividend, stabilnostjo dividend, vplivom



panoge/dejavnosti, razvojne stopnje podjetja ter vpliva finančnega in pravnega okolja na višino dividend.

### **3.4.1 INFORMACIJSKA VSEBINA DIVIDEND ALI HIPOTEZA SIGNALIZIRANJA**

Ko sta Modigliani in Miller razvijala svojo teorijo nevtralnosti, sta med drugim predpostavila tudi, da imajo vsi, tako menedžerji, kot vlagatelji, enaka pričakovanja o prihodnjih dobičkih in denarnih tokovih podjetij. Vsi udeleženci na trgu kapitala pa naj bi imeli enak dostop do informacij. V realnosti imajo vlagatelji med seboj različna mnenja tako o višini, kot tudi tveganosti prihodnjih denarnih tokov podjetij. Menedžerji imajo v večini primerov boljše informacije o prihodnosti podjetja kot zunanji vlagatelji, kar je razumljivo, saj večino svojega časa porabijo za analiziranje proizvodov, trgov, strategij in investicijskih priložnosti svojih podjetij. Prav tako imajo menedžerji ažurnejše informacije o tekočem poslovanju podjetij in boljši dostop do informacij, uporabnih za napovedovanje kratkoročnih dobičkov. V realnosti je torej predpostavka simetričnih informacij kršena, zato se govori o tako imenovanih asimetričnih informacijah, ki pomenijo zgoraj opisano.

Ker imajo menedžerji pogosto boljše informacije o vrednosti njihovih podjetij kot zunanji vlagatelji, je zelo verjetno, da se pogosto pojavijo v situaciji, ko bi radi te informacije posredovali trgu kapitala. Na žalost to ni tako enostavno. Ker si večina menedžerjev želi, da bi bile cene delnic njihovih podjetij višje, samo sporočilo zunanjim vlagateljem, da so cene delnic podcenjene, verjetno ne bo imelo velikega učinka. Zato morajo menedžerji, ki bi radi trgu kapitala posredovali pozitivne informacije o prihodnosti podjetja, najti nek verodostojen način, kateremu bodo vlagatelji verjeli. Obstaja nekaj načinov informiranja trga kapitala, ki so z vidika vlagateljev verodostojni, med njimi pa je zagotovo tudi sprememba politike dividend (Brealey in Myers, 1996, str. 429). Tako se pogosto dogaja, da znižanju dividend sledi znižanje cene delnic, medtem ko povečanje dividend večinoma vodi do zvišanja cen delnic.

To bi lahko pomenilo, da vlagatelji v povprečju bolj cenijo dividende, kot kapitalske dobičke. Vendar sta Miller in Modigliani (1961) ponudila drugačno razlago. Opazila sta, da podjetja nerada znižujejo dividende. Iz tega lahko sklepamo, da ne bodo dvigovala dividend, razen v primerih, ko pričakujejo enake ali višje dobičke v prihodnosti. Tako sta Miller in Modigliani trdila, da je hitrejša rast dividend od pričakovane, signal vlagateljem, da menedžment podjetja pričakuje visoke dobičke v prihodnosti.<sup>17</sup> Obratno je zmanjšanje dividend, ali manjše povečanje od pričakovanega, signal vlagateljem, da

---

<sup>17</sup> Ross (1977) navaja, da se kot sredstvo signaliziranja lahko uporablja tudi politika strukture kapitala. Na primer, če podjetju v prihodnosti dobro kaže, ima lahko več dolga v strukturi svoje pasive kot podobna podjetja, ki imajo slabše obete glede prihodnjih zaslužkov. Ta teorija, z angleškim imenom *incentive-signaling*, sloni na osnovni predpostavki, ki pravi, da signalov, katerih osnova so denarne spremenljivke (obresti, dividende), neuspešna podjetja ne morejo posnemati, ker nimajo zadovoljive sposobnosti ustvarjanja denarnega toka v prihodnosti, ki bi lahko financiral napovedane večje dividende ali z dolžniškimi instrumenti financirano širjenje (ekspanzijo) podjetja.

menedžment pričakuje nizke dobičke v prihodnosti (Brigham in Gapenski, 1996, str. 445, 446).

Informacijska vsebina dividend je kratkoročnega značaja. Povečanje dividend signalizira optimizem menedžmenta glede prihodnjih dobičkov, vendar bodo vlagatelji s pretekom časa lahko sami ugotovili, ali je bil optimizem upravičen. Cena delnice bi se tako ali tako povečala tudi brez povečanja dividend, ko bi informacije o visokih prihodnjih dobičkih vlagateljem postale znane preko drugih informacijskih virov. Torej lahko pričakujemo povezavo med spremembo cene delnice in spremembo višine dividende, ne pa tudi trajnejše povezave med spremembo cene delnice in spremembo dolgoročnega ciljnega deleža izplačila dobička.<sup>18</sup> Menedžment mora zato pri odločitvah o izplačilu dividend biti pozoren na spremembo dividend in ne na samo višino dividend ali deleža izplačanega čistega dobička (Brealey in Myers, 1996, str. 429).

### 3.4.2 UČINEK KLIENTOV

V skladu s predpostavkami pri teoriji nevtralnosti so vlagatelji homogena skupina, ki se obnaša enako kot posameznik. Ta teorija ne upošteva nepopolnosti trga kapitala, kot so transakcijski stroški, davki itd. Ko se upošteva dejanske nepopolnosti trga kapitala, potem vlagateljev ni moč obravnavati kot homogene skupine. Obstajajo različne skupine vlagateljev, imenujmo jih klientele, ki se razlikujejo glede na želeno višino izplačila dividend.

Ross et al. (1993, str. 542) na primeru ZDA navajajo 4 različne skupine vlagateljev, tako imenovane klientele. Prvo tvorijo individualni vlagatelji, v obdobjih življenja, kjer so njihovi zaslužki največji. Takšni vlagatelji imajo rajši delnice podjetij, ki dobičke reinvestirajo, saj nimajo potrebe po tekočem dohodku iz finančnih investicij in bi takšne dohodke (dividende) ponovno reinvestirali. Seveda bi pred tem plačali še davke na prejete dividende. Drugo tvorijo individualni vlagatelji v nizkih davčnih razredih. Ti najverjetneje želijo nekaj dobička v obliki dividend, če si želijo nekaj tekočega dohodka iz investicij in občutka varnosti.<sup>19</sup> Tretjo tvorijo pokojninski in razni neprofitni skladi (*ang. endowment funds, foundations*), ki ne plačujejo davka na kapitalske dobičke niti na dividende. Ker niso zavezani davku na dividende, bodo želeli en del dobička v obliki dividend za pokrivanje tekočih obveznosti. Četrto pa tvorijo podjetja. V ZDA so podjetja oproščena vsaj 70 odstotkov davka iz naslova dividend, medtem ko te olajšave za kapitalske dobičke nimajo. Podjetja v ZDA torej rajši vlagajo v delnice z visokim deležem izplačila dobičkov, tudi če ne potrebujejo tekočega dohodka iz finančnih naložb. Verjetne tipe klientel v ZDA prikazujemo v tabeli 5.

---

<sup>18</sup> Predpostavljamo, da ima veliko podjetij izoblikovan ciljni delež izplačila čistega dobička.

<sup>19</sup> Tu predpostavljamo, da določene skupine vlagateljev smatrajo, da so dividende bolj varne od kapitalskih dobičkov.

**Tabela 5: Verjetni tipi klientel v institucionalnem okolju ZDA**

<b>Skupina</b>	<b>Delnice</b>
Individualni vlagatelji v visokih davčnih razredih	Delnice, ki ne izplačujejo, ali izplačujejo manjši delež dobička
Individualni vlagatelji v nizkih davčnih razredih	Delnice z nizko in srednjo stopnjo izplačevanja dobička
Institucije, oproščene davka	Delnice s srednjo stopnjo izplačevanja dobička
Podjetja	Delnice z visoko stopnjo izplačevanja dobička

Vir: Ross et al., 1993, str. 542.

Obstajajo torej različne klientele, ki imajo rajši določen tip delnic, glede na to, kolikšen delež dobička le-te izplačajo. Recimo, da ima 40 odstotkov vlagateljev rajši delnice z visokim izplačilom in 60 odstotkov z nizkim, vendar samo 20 odstotkov podjetij izplačuje visoke dividende in 80 odstotkov nizke. V tem primeru je povpraševanje po delnicah z visokim izplačilom višje od ponudbe ter obratno pri delnicah z nizkim izplačilom. Cene delnic z visokim izplačilom bodo posledično zrasle in cene delnic z nizkim padle. V takšnem primeru je politika dividend z visokim izplačilom boljša kot politika dividend z nizkim izplačilom, saj povečuje vrednost podjetja. Vendar pa takšno stanje ne more trajati dalj časa, saj se politike dividend podjetij na dolgi rok lahko spreminjajo. Pričakovali bi, da bo dovolj podjetij z nizkim izplačilom povečalo izplačevanje dobička, tako da bi dobili 40 odstotkov podjetij z visokim izplačilom in 60 odstotkov z nizkim. Ko bi podjetja prilagodila svoja izplačila dividend povpraševanju na trgu kapitala, nobeno podjetje ne bi moglo povečati svoje vrednosti samo s spremembo višine izplačila (Ross et al., 1993, str. 542).

Po tej razlagi naj bi bilo prilagajanje podjetij povpraševanju po različnih tipih politike dividend dovolj hitro (učinkovito), da posamezno podjetje ne bi moglo povečati svoje vrednosti samo z izbiro določene klientele. Sam obstoj klientel naj ne bi dokazoval, da je en tip politike dividend boljši od drugega, ampak ravno nasprotno, da sama višina dividend ne vpliva na vrednost podjetja, saj obstaja več skupin vlagateljev – klientel, ki si želijo različne višine izplačila dobička.

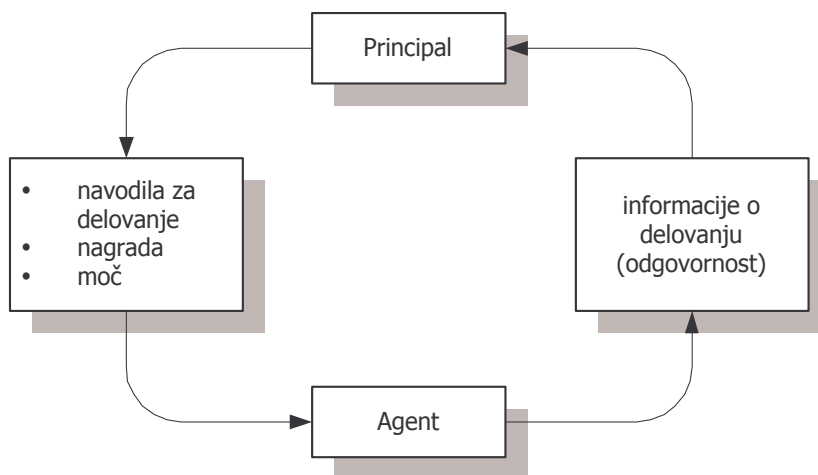
Vendar pa tudi po tej razlagi ne moremo zaključiti, da lahko podjetja pogosto menjajo svojo politiko dividend brez vpliva na ceno delnic. Obstaja namreč nekaj težav, ki zmanjšujejo učinkovitost sprememb politike dividend. To so stroški, ki jih imajo vlagatelji pri menjavi enega tipa delnice za drugega. Ti stroški so provizije posrednikov, davki na kapitalske dobičke, ki bi se drugače lahko odložili na prihodnost. Obstaja pa še možnost, da podjetje ne najde dovolj vlagateljev, ki bi jim ugajala nova politika dividend (Brigham in Houston, 1998, str. 548).

### 3.4.3 STROŠKI AGENTOV IN POLITIKA DIVIDEND

V svetu popolnih trgov je odnos med menedžerji in lastniki jasno definiran, lastniki imajo na razpolago vse informacije o delovanju menedžerjev in poslovanju podjetja. Cilji menedžerjev so usklajeni s cilji lastnikov. V realnosti med menedžerji in lastniki obstajajo konflikti interesov in menedžerji so večinoma bolj informirani o delovanju podjetja kot lastniki. Z odnosom med lastniki in menedžerji podjetij se ukvarja teorija agentov (*ang. agency theory*).<sup>20</sup> Agencijsko razmerje obstoji, kadar je blaginja ene stranke odvisna od dejanj druge stranke. Agent je stranka, ki deluje, principal pa je stranka, ki jo agentova dejanja prizadenejo. Teorija agentov se ukvarja z vprašanjem, kako oblikovati pogodbe med principalami (lastniki) in agenti (menedžerji), da bodo cilji principalov in agentov čim bolj usklajeni (Prašnikar in Debeljak, 1998, str. 300, 301).

Pogosto je glavni motiv menedžerjev povečevanje moči in velikosti podjetja in s tem svojega vpliva in moči. Menedžerji so nagnjeni k temu, da povečujejo velikost podjetij preko optimalne z vlaganji v projekte, ki ne dosegajo zahtevane donosnosti. Rast podjetja veča obseg sredstev pod kontrolo menedžerja in s tem tudi njegovo moč. Prav tako je rast povezana s povečanjem nagrade menedžerja. Nagnjenost podjetij k nagrajevanju srednjega menedžmenta z napredovanjem prav tako prispeva k rasti, ki zagotavlja nova mesta za napredovanje (Jensen, 1986, str. 323).

**Slika 7: Shematski prikaz odnosa med principalami in agenti, ob predpostavki učinkovitih trgov**



Vir: Rees, 1995, str. 330.

Za skladnost interesov agentov in principalov skrbita dva trga. Prvi je trg kapitala, ki zagotavlja, da podjetja, katerih agenti ne delujejo v skladu s cilji lastnikov (maksimiranje vrednosti podjetja), na trgu kapitala dosegajo nižjo vrednost in tako

<sup>20</sup> Teorija agentov pozna dve vrsti odnosov, in sicer med lastniki in menedžerji in posojilodajalci ter lastniki. V magistrskem delu bo govora samo o odnosu med lastniki in menedžerji.

postanejo tarče prevzemov. Ko je podjetje prevzeto, se zamenja menedžment (agenti), ki deluje v skladu z željami (novih) principalov in vrednost podjetja se poveča. Drugi trg je trg menedžerjev, ki poskrbi, da je "cena" agentov, ki ne delujejo v skladu z željami principalov, nižja in da takšni menedžerji izgubijo ter težje najdejo delo (Prašnikar in Debeljak, 1998, str. 304). Če na teh trgih obstajajo tržne nepopolnosti in nista popolnoma učinkovita, potem ne opravljata več svojih funkcij. Zato se pojavijo dodatni stroški, ki so povezani z nadzorovanjem obnašanja agentov. Imenujemo jih stroški agentov. Principali nadzorujejo delo agentov na različne načine. Uvede se zunanja revizija finančnih poročil podjetij, nadzorni sveti, razne omejitvene klavzule pri najemanju posojil, posebne oblike kompenzacijskih shem za menedžerje, ki poskrbijo, da se interesi menedžerjev približajo interesom lastnikov (Brigham in Gapenski, 1996, str. 12, 13).

V tej luči je tudi politika dividend lahko povezana s stroški agentov. Dividende lahko razumemo kot enega izmed stroškov agentov. Izplačila denarja v obliki dividend zmanjšujejo sredstva pod kontrolo menedžmenta, zmanjšujejo njegovo moč in povečujejo verjetnost nadzora trga kapitala, ki se pojavi ob vsakokratnem prilivu novega zunanjega kapitala. S politiko dividend se lahko zniža višina denarnih sredstev pod nadzorom menedžmenta in se tako prepreči neracionalno investiranje.<sup>21</sup>

Na velikost problema agentov in posredno na politiko dividend vplivajo:

- učinkovitost trga kapitala in trga menedžerjev (večja je učinkovitost, manjši je problem agentov),
- institucionalno okolje (zakonodaja, ki ščiti male delničarje – manjši problem agentov (La Porta et al., 1999 str. 5,6)),
- zadolženost podjetja (manjši prosti denarni tok – manjši problem agentov (Kaen, 1995, str. 557)),
- razpršenost in delež notranjih lastnikov v lastniški strukturi (večja razpršenost in delež – večji problem agentov (La Porta et al., 1999, str. 4)),
- velikost prostega denarnega toka (večji tok, večji problem agentov (Jensen, 1986, str. 323)).

#### **3.4.4 PRVO IZPLAČILO DIVIDEND**

Mogoče najpomembnejša odločitev podjetja glede politike dividend, je odločitev, kdaj prvič izplačati dividende. Ko se podjetje odloča, ali naj izplača prvo dividendo, mora upoštevati pozitivne in negativne plati te odločitve. V tabeli 6 prikazujemo prednosti in slabosti prvega izplačila dividend, kot so jih prikazali Ross et al. (1993, str. 547).

---

<sup>21</sup> Opozarjamo, da gre v tem primeru za prepletanje politike dividend z investicijsko politiko podjetja.

**Tabela 6: Prednosti in slabosti prvega izplačila dividend**

<b>Prednosti</b>	<b>Slabosti</b>
1. Denarne dividende lahko potrdijo dobre poslovne rezultate in tako pozitivno vplivajo na ceno delnic.	1. Dividende so obdavčene kot navaden dohodek (ponavadi višje kot kapitalski dobički)
2. Dividende lahko privabijo institucionalne vlagatelje, ki imajo radi en del donosa izplačanega v obliki dividend. Mešanica institucionalnih in zasebnih vlagateljev lahko omogoči podjetju, da pride do cenejšega kapitala, zaradi sposobnosti podjetja, da doseže širši trg (vlagateljev).	2. Dividende zmanjšujejo notranje vire financiranja. Lahko povzročijo, da se podjetje odpove projektom s pozitivno neto sedanjo vrednostjo, ali pa se morajo zanašati na drago zunanje lastniško financiranje.
3. Cena delnic z najavo prvega izplačila dividend ponavadi naraste.	3. Ko se enkrat dividende začno izplačevati, jih je težko zmanjšati, ne da bi to negativno vplivalo na ceno delnic.
4. Dividende porabijo presežni denarni tok in lahko tako zmanjšajo stroške agentov, ki se pojavljajo med menedžmentom in vlagatelji.	

Vir: Ross et al., 1993, str. 547.

Pri odločitvi o prvem izplačilu dividend se podjetje lahko izogne slabostim, opisanim pod številko 1 in 3 v tabeli 6, če namesto denarnega izplačila uporabi instrument odkupa lastnih delnic. Zakonska ureditev odkupa lastnih delnic je lahko med državami zelo različna in je lahko tudi omejujoča. Korporativna zakonodaja lahko omejuje odkupe lastnih delnic zaradi zaščite posojilodajalcev, davčna pa zaradi izogibanja plačilu davka na dividende.

### **3.4.5 STABILNOST DIVIDEND**

Stabilnost dividend je tudi eno od pomembnejših vprašanj za podjetja, ki se vsako leto srečujejo z vprašanjem določanja višine dividend. Dobički in denarni tokovi podjetij se iz leta v leto spreminjajo, enako je tudi z naložbenimi možnostmi. Glede na povedano, bi podjetja lahko/morala vsako leto spreminjati višino dividend v skladu s potrebami. Povečala bi jih, kadar bi bil prost denarni tok velik in potrebe po sredstvih nizke, zmanjšala pa takrat, kadar bi bil prost denarni tok majhen in/ali bi imeli veliko naložbene možnosti s pozitivno neto sedanjo vrednostjo.

Vendar veliko vlagateljev računa na dividende, s katerimi pokrijejo tekoče izdatke. Takšni vlagatelji bi bili zelo nezadovoljni, če bi se dividende iz leta v leto spreminjale, saj bi jim to povzročilo veliko neprijetnosti. Prav tako bi lahko znižanje dividend, na primer zaradi povečanih investicijskih izdatkov, trgu kapitala poslalo napačen signal, ki

bi lahko povzročil padec delnic. V praksi torej maksimiranje cene delnice velikokrat zahteva usklajevanje med notranjimi potrebami podjetja po sredstvih za financiranje rasti ter potrebami in željami vlagateljev. V ZDA tako med menedžerji prevladuje mnenje, da je stabilnost dividend pri vlagateljih zaželena (Brigham in Daves, 2002, str. 567, Brav et al., 2005).

### **3.4.6 VPLIV PANOGE/DEJAVNOSTI NA DIVIDENDE PODJETJA**

Pri odločitvi o izbiri ciljne višine dividend (izplačila) ne moremo govoriti o neki univerzalni višini, ki bi ustrezala vsem podjetjem, saj so si podjetja in okolje, v katerem delujejo, med seboj preveč različna. Nekatera podjetja imajo na primer velike denarne prilive, primanjkuje pa jim naložbenih možnosti s pozitivno neto sedanjo vrednostjo. To velja za podjetja v donosnih, vendar pa zrelih panogah, kjer je dobičkonosnih naložbenih priložnosti malo. Takšna podjetja ponavadi izplačujejo visok odstotek dobička in so tako najbolj ustrezna za klientelo vlagateljev, ki imajo radi visoke dividende (dividendno donosnost). Druga podjetja ustvarijo malo ali nič prostega denarnega toka, imajo pa veliko dobrih naložbenih možnosti. To je velikokrat značilno za nova podjetja v hitro rastočih panogah. Takšna podjetja ponavadi izplačujejo malo ali nič dividend. Po drugi strani pa njihov dobiček in vrednost delnic raste, tako da so primerna za klientelo (vlagatelje), ki imajo rajši kapitalske donose.

Višina dividende in dividendne donosnosti so torej med podjetji zelo različne. Eden izmed vzrokov je tudi panoga, v kateri se podjetje nahaja. Ponavadi podjetja v panogah, ki so stabilne in nosijo velike pozitivne denarne tokove, kot so na primer elektrarne, finančne storitve, tobak ipd., plačujejo relativno visoke dividende. Na drugi strani pa imamo podjetja v hitro rastočih panogah, kot so na primer računalniki, programska oprema, internetne storitve ipd., kjer podjetja večinoma izplačujejo nižje dividende. V tabeli 7 ponazarjamo zgoraj povedano.



**Tabela 7: Višina izplačila dividend izbranih ameriških podjetij, po različnih panogah, v letu 1996**

Podjetje	Panoga	% izplačanega dobička	Dividendna donosnost (%)
<i>podjetja z visokimi dividendami</i>			
Northeast Utilities	oskrba z el. energijo	81,0	7,7
Santa Fe Pacific Pipeline	naftovod	78,0	8,8
RJR Nabisco Holdings	tobak/prehrana	77,0	6,2
Bankers Trust	bančništvo	64,0	5,1
Philip Morris	tobak/potrošni izdelki	57,0	5,2
Mellon Bank	bančništvo	48,0	4,6
<i>podjetja z nizkimi ali brez dividend</i>			
McDonald's	hitra hrana	16,0	0,6
Intel	polprevodniki	4,0	0,2
Compaq Computer	računalniki	0,0	0,0
Apple Computer	računalniki	0,0	0,0
Microsoft	programska oprema	0,0	0,0
Health Management Association	zdravstvene storitve	0,0	0,0

Vir: Brigham in Houston, 1998, str. 551.

Seveda smo v tabeli 7 prikazali samo najbolj ekstremne primere podjetij. Ostala podjetja se nahajajo nekje vmes, pač v odvisnosti od značilnosti panoge, okolja, v katerem se nahajajo in naklonjenosti menedžmenta posameznim šolam politike dividend.

### 3.4.7 "ZRELOSTNA" HIPOTEZA

V točki, kjer opisujemo informacijsko vsebino dividend (točka 3.4.1), smo zapisali, da višanju dividend največkrat sledijo predvidevanja o večanju dobičkov (pozitivni signal), nižanju dividend pa predvidevanja o nižanju prihodnjih dobičkov (negativni signal). Med ceno delnic in spremembo višine prihodnjih dobičkov naj bi torej večinoma obstajala pozitivna povezava.

Zrelostna hipoteza (*ang. maturity hypothesis*) ponuja drugačno razlago, kjer je povezava med spremembo višine dividend in bodočih dobičkov negativna. Ta razlaga ne temelji na predpostavki, da menedžerji z višjimi dividendami vedno signalizirajo višje bodoče dobičke, temveč ravno nasprotno, da se bodo dobički v prihodnosti znižali. Po tej teoriji naj bi namreč povečanje dividend vlagateljem sporočalo, da je podjetje prešlo v zrelo fazo, kjer se mu investicijske možnosti zmanjšajo, prav tako dobiček, poveča pa se mu prosti denarni tok (Grullon et al., 2002, str. 388).



Ideja je preprosta. Vrednost podjetja je sestavljena iz vrednosti, ki jo ustvarjajo obstoječa sredstva, in prihodnje možnosti (predvidevanja) za rast podjetja. Predpostavi se, da je vrednost, ustvarjena iz obstoječih sredstev, manj tvegana kot vrednost prihodnjih možnosti za rast podjetja. Ko podjetje postane zrelo, se zmanjša delež, ki ga v vrednosti celotnega podjetja predstavljajo prihodnje možnosti za rast. S tem se zniža tudi tveganje podjetja kot celote. Prihodnji dobički bodo zaradi slabših investicijskih možnosti verjetno nižji od obstoječih, poveča pa se prosti denarni tok, saj podjetje manj investira. Da bi se izognilo prevelikemu (nedonosnemu) investiranju, podjetje izplača večje dividende in tako tudi zmanjša stroške agentov. Tako povečanje dividend signalizira zmanjšane investicijske možnosti, zmanjšanje sistematičnega tveganja, donosnosti sredstev in rasti dobičkov podjetja (Grullon et al., 2002, str. 422, 423).

"Zrelostna" hipoteza predpostavlja, da je učinek zmanjšanja tveganja bodočih denarnih tokov in morebitni nižji stroški agentov, večji od učinka znižanja pričakovanih bodočih denarnih tokov, ki jih povzročijo manjše investicije, in tako napoveduje pozitivno povezavo med povečanjem dividende in cene delnice.

### **3.4.8 DOSEGLJIVOST IN STROŠKI ZUNANJIH VIROV FINANCIRANJA**

Na odločitve o višini izplačanih dividend zagotovo vpliva tudi dosegljivost zunanjih virov financiranja in stroški, ki so povezani s tem. Podjetja, ki imajo možnost relativno poceni priti do novega lastniškega kapitala z izdajo delnic, imajo večjo fleksibilnost pri vodenju politike dividend od podjetij, ki imajo visoke stroške izdaje novega lastniškega kapitala, ali pa te možnosti sploh nimajo, bodisi zaradi internih faktorjev (velikost podjetja, panoga...) ali eksternih faktorjev (razvitost primarnega trga kapitala). Ta, druga podjetja, so vlaganja v nove projekte prisiljena v večji meri financirati iz notranjih virov in bo zato njihova stopnja izplačila dobička ustrezno nizka.

Podobno je z dostopom do dolžniških virov financiranja. Podjetja lahko večja izplačila dividend financirajo tudi z večjim zadolževanjem. Tudi tukaj velja podobno kot pri lastniškem financiranju, nekatera podjetja (predvsem večja, starejša) imajo večjo kreditno sposobnost kot druga in tako zmorejo izplačevati večji delež dobička. Seveda se je potrebno zavedati, da je dolžniško financiranje višjega izplačila dividend omejeno, saj je višanje finančnega vzvoda smiselno samo do mere, ko ne viša tehtanih povprečnih stroškov kapitala (na ravnem delu krivulje tehtanih povprečnih stroškov kapitala), kasneje pa se ti stroški začno dvigati, hkrati pa se niža tudi kreditna sposobnost podjetja (Brigham in Daves, 2002, str. 578, Lumbly, 1995, str. 548). Dolžniško financiranje dividend je torej lahko le kratkoročen ukrep za zagotavljanje pričakovane višine dividend.

### **3.4.9 PRAVNE OMEJITVE ZA IZPLAČEVANJE DIVIDEND**

Pravne omejitve za izplačilo dividend lahko delimo na zakonske, ki so postavljene s strani države, in pogodbene pravne omejitve, ki jih podjetje prevzame samostojno.

Kar se tiče zakonskih omejitev, je v večini držav v veljavi zakonsko določilo, ki omejuje izplačila dividend tako, da se zagotovi izvajanje načela ohranitve osnovnega kapitala delniške družbe (*ang. impairment of capital rule*). To pomeni, da so izplačila delničarjem omejena tako, da se velikost kapitala, ki služi kot jamstvo upnikom družbe, ne zmanjša. Konkretna določila, ki to zagotavljajo, najpogosteje določajo, da podjetje ne more izplačevati dobička, če ima v bilanci stanja izkazano nepokrito izgubo, da mora podjetje oblikovati rezerve v določenem odstotku osnovnega kapitala, preden lahko izplačuje dividende, da lahko dividende izplačuje samo iz v bilanci stanja izkazanih zadržanih dobičkov. Zakonsko je določena tudi omejitev izplačila dividend rednim delnicam, dokler dividende niso bile izplačane prednostnim delnicam (Brigham in Daves, 2002, str. 577). Poleg teh pravnih omejitev se lahko pojavijo tudi druge, ki pa niso tako pogoste, kot primer naj navedemo prepoved izplačevanja dobička, če ima podjetje državno poroštvo za posojilo.

Pogodbene pravne omejitve se večinoma pojavljajo v zvezi z varovanjem interesov posojilodajalcev. Tako posojilodajalci pogosto zavarujejo izplačilo obresti in vračilo glavnice s tem, da se v posojilno pogodbo ali določila pri izdaji obveznic vključijo razne omejitve za izplačilo dividend (Brigham in Daves, 2002, str. 577,578).

V tem poglavju smo predstavili tri glavne teorije politike dividend, ki imajo med seboj izključujoče se zaključke o vplivu dividend na vrednost podjetja. Nobena izmed predstavljenih teorij s teoretičnega vidika ni sprejeta kot najboljša, za teorijo "vrabca v roki" pa so nekateri avtorji celo mnenja, da je s teoretičnega vidika neustrezna, saj meša politiko dividend z investicijsko politiko. Vsaka izmed predstavljenih teorij temelji na določenih predpostavkah, ki so bolj ali manj ustrezna abstrakcija realnega sveta. Zaradi te abstrakcije je nastalo tudi več dopolnitev glavnih teorij. Predstavili smo tri, in sicer informacijsko vsebino dividend, učinek klientov ter stroške agentov. Prvi dve dopolnitvi upoštevata tržne nepopolnosti asimetričnih informacij in davkov ter poskušata razložiti, da zaključki teorije nevtralnosti kljub navedenim nepopolnostim še vedno držijo. Tretja dopolnitev pa se nanaša na ločitev lastništva in upravljanja in pokaže, da je lahko tudi politika dividend instrument zmanjševanja konfliktov med principalami in agenti.

Dotaknili pa smo se tudi nekaterih pomembnejših vprašanj, ki se pojavljajo pri izplačilu dividend. Tako velja, da je odločitev o prvem izplačilu dividend, zaradi negativnega učinka, ki ga ima nižanje dividend na ceno delnice, zelo težka, da je stabilnost pri dividendah zaželeno ter da panoga/dejavnost, življenjski cikel podjetja ter institucionalno okolje lahko pomembno vplivajo na odločitve menedžmenta o višini dividend. Vse te faktorje je potrebno upoštevati pri oblikovanju politike dividend konkretnega podjetja.

## 4 EMPIRIČNE RAZISKAVE POLITIKE DIVIDEND

V tem poglavju bomo predstavili najpomembnejše ugotovitve empiričnih raziskav politike dividend. Največ empiričnega proučevanja na temo politike dividend se je opravilo v ZDA. To je pri interpretaciji zaključkov potrebno upoštevati, saj so razlike v recimo davčnem okolju, pravni ureditvi, razvitosti in vlogi trga kapitala v primerjavi z drugimi državami lahko precej velike.

Glede na to, da za teorijo "vrabca v roki" ni pravih teoretičnih predpostavk (Brealey, 1998, str. 138), večina empiričnih raziskav, ki poskušajo dokazati, da obstaja povezava med politiko dividend in vrednostjo delnic, raziskuje tržne nepopolnosti, ki lahko ovirajo teorijo nevtralnosti. Po tem kriteriju jih lahko v grobem razdelimo na raziskave, ki proučujejo vpliv davkov, nepopolnih informacij, stroškov nadzora agentov, transakcijskih stroškov in institucionalnih omejitev na politiko dividend (Allen in Michaely, 2002, str. 6,7).

V nadaljevanju bomo predstavili najpomembnejše ugotovitve empiričnih raziskav s področja vpliva davkov, nepopolnih informacij, stroškov agentov in dve raziskavi, ki sta proučevali, kako se menedžerji odločajo o politiki dividend.

### 4.1 EMPIRIČNE RAZISKAVE O VPLIVU DAVKOV NA POLITIKO DIVIDEND

Veliko empiričnih raziskav na temo politike dividend, se je ukvarjalo z davki. Osnovni cilj teh raziskav je bil ugotoviti, ali so podjetja, ki izplačujejo visoke dividende, vredna manj od podjetij, ki izplačujejo nizke dividende. Za razumevanje rezultatov teh raziskav je pomembno razumevanje dveh osnovnih modelov (Allen in Michaely, 2002, str. 21):

#### 1. Modeli statičnih klientel

Različne skupine vlagateljev, ali klientele, so različno obdavčene. Podjetja prilagajajo višino svojih dividend tako, da čim bolj zmanjšajo davčne obveznosti vsake klientele. V ravnotežju ni več možnosti nižanja davčnih obveznosti in politika dividend ne vpliva na vrednost podjetja.

#### 2. Modeli dinamičnih klientel

Če lahko vlagatelji trgujejo v času, se davčne obveznosti lahko še dodatno znižajo. Delnice z visoko dividendno donosnostjo bodo tik pred datumom nakupa brez dividend končale v rokah vlagateljev, ki bodo najmanj obdavčeni ob prejemu dividend. Takoj po preteku datuma nakupa brez dividend pa se bodo prodaje izvršile v obratni smeri.

Empirične raziskave so poskušale razlikovati med različnimi verzijami gornjih dveh osnovnih modelov z iskanjem odgovorov na naslednja vprašanja:

- Ali obstaja vpliv davkov na politiko dividend, tako da so delnice z nizko dividendno donosnostjo vrednotene višje od delnic z visoko dividendno donosnostjo?

- Ali obstajajo statične klientele, v katerih so mejne davčne stopnje vlagateljev v delnice z visoko dividendno donosnostjo nižje od vlagateljev v delnice z nizko dividendno donosnostjo?
- Ali obstajajo dinamične klientele, tako da okoli datuma nakupa brez dividend opazimo velik obseg trgovanja in dividende dejansko prejmejo vlagatelji iz nizkih davčnih razredov?

#### 4.1.1 MODELI STATIČNIH KLIENTEL

En način za preverjanje obstoja statičnih klientel je ta, da se primerja dividendna donosnost portfeljev vlagateljev v različnih davčnih razredih. Blume, Crockett in Friend (1974) so ugotovili rahlo inverzno povezavo med davčnimi razredi vlagateljev in dividendno donosnostjo delnic v njihovi lasti. Lewellen et al. (1978) so uporabili podatke borznoposredniške hiše o individualnih vlagateljih, vendar niso našli dokazov za obstoj statičnih klientel. Obe raziskavi sta pokazali, da so vlagatelji v visokih davčnih razredih v svojih portfeljih imeli precejšen delež delnic z visoko dividendno donosnostjo. Tudi podatki o deležu prejetih dividend s strani vlagateljev v visokih davčnih razredih, v obdobju od 1973 do 1996, za ZDA, potrjujejo ugotovitve zgoraj navedenih raziskav. Delež prejetih dividend je namreč znašal med 42 in 73 odstotkov vseh prejetih dividend. Te ugotovitve niso v skladu z modeli klientel. Podjetja bi v skladu z modeli klientel lahko povečala svojo vrednost, če bi na primer namesto izplačevanja dividend raje odkupila lastne delnice (Allen in Michaely, 2002, str. 26,27).

Drug, pogosto uporabljen način za preverjanje obstoja statičnih klientel pa je primerjava zahtevane donosnosti delnice ali portfelja glede na različno dividendno donosnost. Seveda je potrebno tu izločiti vse druge dejavnike, ki lahko vplivajo na zahtevano donosnost delnice, predvsem njeno sistematično tveganje. Pri teh raziskavah se je uporabila verzija CAPM modela, ki je upoštevala osebne davke, kjer se v model vključi premija za dividende. Delnici z enakim tveganjem imata enako zahtevano donosnost samo, če imata tudi enako dividendno donosnost. Drugače ima delnica z večjo dividendno donosnostjo večjo zahtevano celotno donosnost, da odtehta večje davčno breme dividend.<sup>22</sup> Več raziskav je testiralo takšno povezavo, med njimi tudi Black in Scholes (1974), Litzenberger in Ramaswamy (1979), Blume (1980), Morgan (1982), Poterba in Summers (1984), Keim (1985), Rosenberg in Marathe (1979), Miller in Scholes (1982), Chen, Grundy in Stambaugh (1990) in Kalay in Michaely (2000). Rezultati teh raziskav so mešani. V več raziskavah so ugotovili pozitivno premijo za dividende, ki jo pripisujejo večji obdavčitvi dividend v primerjavi s kapitalskimi dobički (Allen in Michaely, 2002, str. 29).

Vendar pa moramo opozoriti na to, da niti vsi avtorji raziskav niso prepričani v pravilnost takšnega sklepa. Black in Scholes (1974) recimo opozarjata, da s podatki in

---

<sup>22</sup> Predpostavljamo višjo davčno stopnjo za dividende kot za kapitalске dobičke.

tehnologijo, ki je bila na voljo, ne moreta zanesljivo dokazati značilne povezave med donosnostjo delnic in pričakovano dividendno donosnostjo. Njuna raziskava torej ne potrjuje ne pozitivnega ne negativnega vpliva dividend na ceno delnic. Tudi Miller in Scholes (1982) v svoji raziskavi opozarjata na veliko občutljivost rezultatov na videz majhne spremembe definicije dividendne donosnosti, uporabljene v empiričnih raziskavah. Pokazala sta, da so tako imenovane "kratkoročne" mere dividendne donosnosti, uporabljene pri Litzenberger in Ramaswamy (1979), neprimerne za merjenje tržne vrednosti dividend, ker vsebujejo tudi informacijske efekte. Ko sta popravila mere dividendne donosnosti za te informacijske efekte, nista ugotovila nikakršne povezave med celotno donosnostjo delnic in višino pričakovane dividendne donosnosti. Da bi razrešila vprašanje informacijskih efektov, sta Kalay in Michaely (2000) ponovila Litzenbergerjev in Ramaswamiyev eksperiment na podatkih, kjer sta izločila vse informacijske učinke napovedanega izplačila dividend in napovedanega neizplačila dividend. Ugotovila sta pozitiven in statistično značilen koeficient dividendne donosnosti in tako potrdila ugotovitve Litzenbergerja in Ramaswamija. Vendar pa še vedno ostaja odprto vprašanje, ali lahko pozitiven koeficient dividendne donosnosti povežemo z davčnim učinkom. Kalay in Michaely namreč trdita, da testirani model napoveduje presečno (*ang. cross-sectional*) spremembo donosnosti kot funkcijo dividendne donosnosti. Nasprotno pa je bil Litzenbergerjev in Ramaswamiyev test zasnovan tako, da je preverjal, ali v obdobju datuma nakupa brez dividend obstajajo neobičajno visoke (za tveganje korigirane) donosnosti (longitudinalna analiza) (Allen in Michaely, 2002, str. 34).

Zelo zanimive rezultate je dala tudi raziskava, ki jo je opravil Blume (1980). Pokazal je, da če je upošteval samo podjetja, ki so dejansko izplačevala dividende, obstaja velika premija za delnice, ki plačujejo večje dividende. Ta premija pa je bila tako velika, da je ni moč pripisati samo davčnim učinkom. Pokazalo se je tudi, da je povezava med celotno donosnostjo in dividendno donosnostjo oblikovana v obliki črke U. Trg je očitno zahteval večjo donosnost za delnice, ki so imele največjo dividendno donosnost in za tiste, ki so imele najmanjšo dividendno donosnost, kar pa seveda ni v skladu z nobeno od teorij politike dividend. Pokazalo se je, da so bila podjetja na obeh koncih U krivulje (podjetja, ki izplačujejo malo dividend in podjetja z najvišjim izplačilom dividend) praviloma majhna podjetja. Ena od možnih razlag bi bil lahko tako imenovani učinek majhnega podjetja (*ang. small-firm effect*).

Učinek majhnega podjetja imenujemo pojav, da manjša podjetja, tudi ob upoštevanju standardnih CAPM meril tveganja, dosegajo značilno višje donosnosti kot velika podjetja (več, kot bi napovedali po standardnem CAPM modelu). Zdi se, da imajo te večje donosnosti tudi očitno sezonsko naravo; večinoma so opazne v januarju (glej npr. Keim, 1983). Enako pa je veljalo tudi za premije za višjo dividendno donosnost na obeh koncih Blumove U krivulje. Kaj so potem vse te študije merile? Učinke dividendne donosnosti? Učinke majhnega podjetja? Januarske učinke? Vse naštetne učinke ali nobenega izmed njih?

Kot lahko vidimo, znotraj okvira statičnih, ravnotežnih modelov z enim obdobjem, ne moremo najti prepričljivih dokazov o značilni povezavi med celotno donosnostjo delnic in dividendno donosnostjo le-teh (Allen in Michaely, 2002, str. 36).

#### 4.1.2 MODELI DINAMIČNIH KLIENTEL

Modeli dinamičnih klientel upoštevajo dejstvo, da vlagatelji lahko trgujejo dinamično (večkratno) in tako dodatno zmanjšajo svoje davčno breme. Več empiričnih raziskav je raziskovalo dinamične trgovalne strategije okoli datuma nakupa brez dividend. Osnovna ideja teh raziskav je bila, da lahko vlagatelji spremenijo svoje trgovalne vzorce okoli datuma nakupa brez dividend, tako da se prihajajoči dividendi izognejo ali pa da si jo zagotovijo (Allen in Michaely, 2002, str. 37).

Večina empiričnih raziskav se je osredotočila na spremembe cene okoli datuma nakupa brez dividend. V skoraj vseh primerih se je pokazalo, da je bil padec cene po datumu nakupa brez dividend manjši od dividende. V mnogih raziskavah se je tudi pokazalo, da je povprečna premija, definirana kot padec cene delnice po datumu nakupa brez dividend, deljeno z dividendo na delnico, naraščala z dividendno donosnostjo. Ti ugotovitvi sta skladni z modeli davčnih klientel (Allen in Michaely, 2002, str. 42).

Drugi način za proučitev vpliva davkov na cene delnic na dan nakupa brez dividend je proučitev vpliva, ki ga ima sprememba davčne zakonodaje. To je v svoji raziskavi storil Michaely (1991). Proučeval je vpliv davčne reforme v ZDA leta 1986, ki je izenačila obdavčitev dividend in kapitalskih dobičkov. Pred letom 1986 so bile dividende bistveno bolj obdavčene kot kapitalski dobički. Če imajo davki vpliv na vrednost delnic, bi po uvedbi davčne reforme pričakovali davčno premijo,<sup>23</sup> ki bi bila bližje 1. Vendar temu ni bilo tako. Povprečna premija pred in po uvedbi davčne reforme ni bila manjša od 1. V primerjavi s 60. leti 20. stoletja, kjer je bila ugotovljena premija nižja od 1, so bile dividende v ZDA pred in po uvedbi davčne reforme vrednotene višje. Premija nad 1 pomeni, da so bile dividende celo bolj zaželeni kot kapitalski dobički. Michaely je zaključil, da je vzrok temu verjetno dejstvo, da institucionalni vlagatelji in podjetja zaradi nižjih transakcijskih stroškov več trgujejo okoli dneva nakupa brez dividend, kot so v preteklosti. Tako imajo njihove preference večji vpliv na formiranje cen, kot so ga imele v preteklosti.<sup>24</sup>

Nekaj empiričnih raziskav je proučevalo tudi obseg trgovanja okoli datuma nakupa brez dividend. Tako so Grundy (1985), Lakonishok in Vermaelen (1986) in Michaely in Vila (1996) pokazali, da je presežni obseg trgovanja (*ang. abnormal volume*) na in okoli datuma nakupa brez dividend značilen. To dejstvo kaže na to, da popolnih davčnih klientel, kjer so potrfelji različnih klientel sestavljeni iz različnih delnic, ni. Če bi popolne

---

<sup>23</sup> Premija je definirana kot padec cene delnice po datumu nakupa brez dividend, deljeno z dividendo na delnico.

<sup>24</sup> Institucionalni vlagatelji in podjetja v ZDA uživajo ugodno davčno obravnavo prejetih dividend.



davčne klientele obstajale, ob datumu nakupa brez dividend ne bi zaznali povečanega obsega trgovanja, saj ima vsaka popolna klientela portfelj sestavljen iz delnic, ki imajo njej ustrezno dividendno donosnost. Michaely in Villa (1996) sta oblikovala model oblikovanja cene na datum nakupa brez dividend v dinamičnem ravnotežju, kjer davki povzročijo heterogeno vrednotenje delnic s strani vlagateljev. Ideja v ozadju modela je v tem, da vlagatelj izenači mejno koristnost trgovanja z namenom doseči večjo dividendno donosnost svojega portfelja, z mejnimi stroški, ki jih to trgovanje povzroči, ker portfelj ni več optimalen z vidika tveganja. Pokažeta, da je samo z opazovanjem sprememb cene na datum nakupa brez dividend nemogoče oceniti davčne premije. Lahko pa se oceni presečna distribucija davčnih premij, če se uporabijo podatki o ceni in obsegu trgovanja (Allen in Michaely, 2002, str. 38, 40). Michaely in Vila (1996) pokažeta, da tako tveganje, kot tudi transakcijski stroški vplivajo na obseg trgovanja. Pri delnicah z nižjimi transakcijskimi stroški je obseg trgovanja bistveno večji kot pri delnicah z višjimi transakcijskimi stroški. Ugotovila sta tudi, da tveganje delnice negativno vpliva na obseg trgovanja.

#### **4.1.3 POVZETEK UGOTOVITEV EMPIRIČNIH RAZISKAV O VPLIVU DAVKOV NA POLITIKO DIVIDEND**

Različne davčne stopnje za dividende in kapitalske dobičke vplivajo tako na cene, kot tudi na trgovanje z delnicami. V večini proučevanih obdobjih, je bil povprečen padec cene delnice po datumu nakupa brez dividend manjši, kot je bila višina dividende, kar pomeni, da so bile dividende vrednotene nižje kot kapitalski dobički. Precej jasno je tudi, da tržne nepopolnosti, kot so transakcijski stroški in nezmožnost popolnega zavarovanja (*ang. fully hedge*), zmanjšujejo obseg trgovanja iz davčnih motivov. Če teh tržnih nepopolnosti ne bi bilo, je možno, da v cenah delnic ne bi zaznali nobenih davčnih učinkov. Na popolnih trgih kapitala dividende ne vplivajo na vrednost delnic. Vpliv dividend na vrednost delnic pa je manj jasen v primeru nepopolnih trgov kapitala s transakcijskimi stroški. Teorija in nekaj empiričnih dokazov kaže na vpliv davkov, in sicer da dividende znižujejo vrednost delnicam, kadar tveganja ni moč popolnoma zavarovati in kadar obstajajo transakcijski stroški (Allen in Michaely, 2002, str. 48,49).

V splošnem dokazi iz študij dogajanj okoli datuma nakupa brez dividend kažejo na to, da bi iz davčnega vidika dividende morale biti čim manjše. Obseg trgovanja okoli teh datumov je veliko večji od običajnega, kar kaže na to, da delnice prehajajo med klientelami. Dokazi iz empiričnih raziskav torej kažejo na to, da popolne davčne klientele ne obstajajo.

#### **4.2 EMPIRIČNE RAZISKAVE O INFORMACIJSKI VSEBINI DIVIDEND**

Miller in Modigliani (1961) sta pri razvoju svoje teorije nevtralnosti domnevala, da če pričakovanja o bodočih dobičkih vplivajo na odločitve menedžmenta o tekočih izplačilih dividend, potem bodo spremembe v višini dividend trgu posredovale informacije o

bodočih dobičkah. Ta ideja je bila poimenovana "informacijska vsebina dividend". Lahko jo razumemo na dva načina, da so dividende uporabljene kot signal o bodočih dobičkah, ali pa da samo prenašajo informacijo in jih menedžment ne uporablja kot signal. Velika večina empiričnih raziskav ne ločuje med tema alternativama (Allen in Michaely, 2002, str. 66).

Informacijska vsebina dividend ali hipoteza signaliziranja predpostavlja, da:

1. nepričakovani spremembi višine dividende sledijo spremembe cene delnice v enaki smeri;
2. spremembi višine dividende sledi sprememba dobička v naslednjih letih, v enaki smeri;
3. nepričakovani spremembi višine dividende sledi sprememba pričakovanj vlagateljev o bodočih dobičkah, v enaki smeri.

Vse tri predpostavke so potreben, ne pa tudi nujen pogoj za obstoj signaliziranja. Predpostavka, da spremembi višine dividende sledi sprememba dobička, je najosnovnejša. Če ta ni potrjena, lahko zaključimo, da dividende ne morejo vsebovati informacij o prihodnjih dobičkah in da jih zato ne moremo uporabiti kot sredstvo signaliziranja.

Večina empiričnih raziskav je proučevala prvo predpostavko o povezavi dividend s ceno delnic. Pettit (1972), Aharony in Swary (1980), Grullon, Michaelly in Swaminathan (2002) so ugotovili močno pozitivno povezavo med spremembo dividende in spremembo cene delnice. Asquith in Mullins (1983) sta se v svoji raziskavi osredotočila na prvo izplačilo dividend, Healy in Palepu (1988) in Michaely, Thaler in Womack (1995) pa na prvo izplačilo in opustitev izplačila dividende. Pokazali so, da je odziv trga na takšne objave zelo močan. Povprečna presežna donosnost je pri objavah prvega izplačila znašala 3,4% in pri objavah opustitve izplačila -7%. Rezultate empiričnih raziskav o povezavi dividend s ceno delnic lahko strnemo v tri točke (Allen in Michaely, 2002, str. 68):

1. Spremembe višine dividend so povezane s spremembami cen delnic v enaki smeri, v času objave spremembe višine dividende.
2. Višina spremembe cene delnice ob objavi je povezana z višino spremembe dividende.
3. Višina spremembe cene delnice ob objavi ni simetrična za povečanja ali za zmanjšanja dividend. Učinek na ceno delnice je večji pri objavah zmanjšanj kot pri objavah zvišanj dividend.

Spremembe cen delnic pa niso zanimive samo ob objavah sprememb višine dividend, ampak tudi kasneje. Raziskave kažejo, da se učinek objav na ceno ne konča v kratkem času po objavah, ampak tudi več let kasneje. Grullon, Michaelly in Swaminathan (2002) in Michaely, Thaler in Womack (1995) so ugotovili učinke tudi tri leta po objavah. Te ugotovitve so konsistentne s predpostavko, da dividende vsebujejo informacije. Hkrati pa je to dokaz, da dividende ne moremo uporabiti kot sredstvo signaliziranja, saj očitno trg potrebuje dlje časa, da informacijo, vsebovano v dividendah, vgradi v ceno.



Glavna predpostavka modelov signaliziranja je, da se spremembe dividend in bodoči dobički gibljejo v enaki smeri. Rezultati empiričnih testiranj te predpostavke so malo bolj mešani kot v primeru raziskav o spremembi cene. Healy in Palepu (1988) sta na primer ugotovila pozitivno povezavo med povečanimi dividendami in večjimi bodočimi dobički, vendar pa sta pri podjetjih, ki so opustila izplačilo dividende, ugotovila, da se je v letu opustitve dobiček zmanjšal, nato pa znatno povečal v naslednjih letih, kar seveda ni skladno s testirano predpostavko. Benartzi, Michaely in Thaler (1997) in Grullon, Michaely in Swaminathan (2002) so prišli do enakih ugotovitev. Benartzi, Michaely in Thaler (1997) pa so pokazali, da so se dividende povečale po povečanju dobičkov, niso pa našli dokazov o povečanju bodočih dobičkov po povečanju dividend. To lahko pomeni, da so večje dividende posledice večjih dobičkov in ne nasprotno.

Za testiranje tretje predpostavke informacijske vsebine dividend ali hipoteze signaliziranja o povezavi med spremembo dividend in spremembo pričakovanj vlagateljev o bodočih dobičkih, lahko uporabimo napovedi dobičkov, ki jih oblikujejo analitiki javnih družb. Tako sta Ofer in Siegel (1987) uporabila napovedi analitikov iz Wall Streeta, da sta proučila zvezo med objavami dividend in spremembami napovedi dobičkov tekočega leta. Ugotovila sta, da so analitiki v povprečju popravili napovedi o dobičkih tekočega leta za znesek, ki je bil pozitivno povezan z objavljeno spremembo višine dividend.

Povzamemo lahko, da empirične raziskave potrjujejo, da spremembe dividend vsebujejo določeno informacijo, da pa obstajajo močni empirični dokazi, da dividende ne moremo uporabiti kot sredstvo signaliziranja. Ti dokazi so predvsem bodoči dobički, ki se gibljejo v nasprotni smeri od napovedane, ter velika sprememba cene delnice v letih po objavi spremembe višine dividend. Poleg tega presečna opazovanja podjetij kažejo na to, da veliko večino dividend izplačajo velika in dobičkonosna podjetja ter podjetja z manj informacijskih asimetrij (Allen in Michaely, 2002, str. 78).

#### **4.3 EMPIRIČNE RAZISKAVE O STROŠKIH AGENTOV IN POLITIKI DIVIDEND**

Ker so modeli stroškov agentov manj strukturirani kot modeli signaliziranja, je težko izpeljati empirične implikacije teh modelov. Kaj se na primer, na podlagi razlage o stroških agentov, zgodi z dobički po povečanju dividend? Jasnega odgovora ni. Če se dividende povečajo po tem, ko je menedžment že investiral v nekaj projektov z negativno neto sedanjo vrednostjo, potem lahko pričakujemo povečanje dobičkov in donosnosti v prihodnosti, saj večje dividende preprečujejo menedžmentu nadaljnja vlaganja v nedonosne projekte. Če pa se dividende povečajo preden je menedžment začel z vlaganji v nedonosne projekte, potem je težko napovedati, kakšni bodo prihodnji dobički v primerjavi s preteklimi. Če se dividende povečajo v času, ko podjetje nima dobrih investicijskih priložnosti, potem je tudi zmanjšanje prihodnjih dobičkov skladno z razlago o stroških agentov (Allen in Michaely, 2002, str. 78).

Bolj jasen zaključek razlage o stroških agentov je, da je problem prevelikega investiranja v večji meri navzoč v stabilnih, dobro likvidnih podjetjih v zrelih panogah, z malo priložnostmi za rast. Lang in Litzenberger (1989) sta proučevala ta zaključek/napoved. Testirala sta, ali je učinek povečanja dividende na ceno delnice večji za podjetja, ki so preveč investirala, v primerjavi s podjetji, ki niso. Podjetja, ki so preveč investirala, sta identificirala s Tobinovim Q koeficientom<sup>25</sup> manjšim od 1. Ugotovila sta, da so napovedi višjih dividend bolj vplivale na povečanje cene delnic podjetij s Tobinovim Qjem manjšim od 1, kot podjetij s Tobinovim Qjem večjim od 1. Pri napovedih zmanjšanja dividend je bilo zmanjšanje cen delnic večje pri podjetjih s Tobinovim Qjem manjšim od 1. Ta ugotovitev je v skladu z razlago o stroških agentov.

Yoon in Starks (1995) sta ponovila Lang in Litzenbergerjevo raziskavo na daljšem časovnem intervalu. Ugotovila sta, da je bila reakcija na znižanje dividend enaka za podjetja z visokim ali nizkim Tobinovim Qjem. Pri povečanju dividend pa so bili rezultati enaki kot pri Lang in Litzenbergerjevi raziskavi. Ko pa sta upoštevala še dodatne faktorje, kot so dividendna donosnost, velikost podjetja in velikost spremembe dividendne donosnosti, nista ugotovila razlike med podjetji z visokim ali nizkim Tobinovim Qjem (Allen in Michaely, 2002, str. 78,79).

Lie (2000) je raziskal povezavo med presežnimi sredstvi in politiko dividend podjetja. Ugotovil je, da so podjetja, ki so povečala dividende (ali odkupovala lastne delnice), imela več denarnih sredstev kot druga podjetja v isti panogi. Pokazal je tudi, da je bila reakcija trga na objavo posebne dividende (odkupa lastnih delnic) pozitivno povezana z višino presežnih denarnih sredstev podjetja in negativno povezana z investicijskimi možnostmi podjetja, merjenimi s Tobinovim Qjem. Ti rezultati so v skladu z idejo, da omejevanje potencialnega previsokega investiranja z izplačilom dividend povečuje vrednost delnic, še posebej za podjetja, ki imajo omejene možnosti investiranja (Allen in Michaely, 2002, str. 79).

La Porta et al. (1999) so proučevali povezavo med kakovostjo zakonske zaščite vlagateljev in politiko dividend v 33 državah. Testirali so dve hipotezi. Prva je predvidevala, da če imajo vlagatelji kakovostno pravno zaščito, bodo ti tudi prisilili menedžment, da bo izplačal večje dividende. Druga pa, da bo menedžment v državah z nizko pravno zaščito vlagateljev izplačal višje dividende.<sup>26</sup> Potrdili so prvo hipotezo. Ugotovili so tudi, da v državah s kakovostnejšo pravno zaščito hitro rastoča podjetja izplačujejo manj dobička. To potrjuje idejo razlage o stroških agentov, da vlagatelji

---

<sup>25</sup> Tobinov Q koeficient je definiran kot tržna vrednost podjetja, deljena z nadomestitveno vrednostjo sredstev podjetja.

<sup>26</sup> Menedžment naj bi izplačeval višje dividende, ker je zainteresiran, da si podjetje pridobi zgodovino dobrega ravnanja z malimi delničarji zaradi boljših možnosti za izdajo delnic v prihodnosti. Takšna predpostavka je skladna tudi z modeli signaliziranja. Stopnja asimetričnosti informacij je v državah z nizko zaščito vlagateljev verjetno višja in posledično tudi pripravljenost boljših podjetij za višja izplačila v obliki dividend.

izkoristijo svoje zakonske možnosti in izsilijo večje dividende, kadar imajo podjetja manjše možnosti za rast.

V zgornjih odstavkih smo predstavili nekaj empiričnih raziskav o veljavnosti razlage o stroških agentov. Tudi tu lahko ugotovimo, da so rezultati mešani in dokončnega odgovora še ni.

## **4.4 LINTNERJEVA RAZISKAVA POLITIKE DIVIDEND**

V prejšnjih točkah smo predstavili empirične raziskave, ki so proučevale veljavnost posameznih teoretičnih modelov z opazovanjem povezav med ceno, dividendno donosnostjo, višino osebnih davkov, obsegom trgovanja, investicijskimi možnostmi podjetja itd. Te raziskave so se osredotočile na zunanje posledice politike dividend. V tej točki pa bomo predstavili dve empirični raziskavi, ki sta z anketami in intervjuji z menedžerji raziskovali, kako se politika dividend oblikuje znotraj podjetij. Predstavili bomo raziskavo, ki jo je opravil Lintner (1956) in ponovitev njegove raziskave, ki so jo opravili Brav et al. (2005).

### **4.4.1 LINTNERJEVA RAZISKAVA IZ LETA 1956**

Eno izmed najbolj znanih raziskav o politiki dividend je leta 1956 objavil John Lintner. Proučil je podatke preko 600 ameriških podjetij za obdobje 1945–1953 in na podlagi tega izbral 28 podjetij, tako da je vzorec zajel čim več različnih situacij v podjetjih, ki bi lahko imela vpliv na politiko dividend. Podrobno je proučil finančne podatke za izbrana podjetja in z odgovornimi za vodenje politike dividend opravil intervjuje. Ugotovil je predvsem naslednje (Lintner, 1956):

1. Podjetja imajo izoblikovan ciljni dolgoročni delež izplačila čistega dobička, ki ga nameravajo izplačati v obliki dividend (*ang. payout ratio*). Zrela podjetja s stabilnejšim dobičkom ponavadi izplačujejo višji delež čistega dobička, rastoča podjetja pa nižjega. Najpogosteje je ciljni delež določen v višini 50%.
2. Menedžerji se bolj posvečajo spremembam, kot pa absolutni višini dividend. To pomeni, da je dividenda v višini 2 denarnih enot na delnico pomembna finančna odločitev, če je bila lanskoletna dividenda 1 denarno enoto, če pa je bila lanskoletna dividenda 2 denarni enoti, potem postane ta odločitev relativno nepomembna.
3. Spremembe v višini dividend so posledice sprememb v višini predvidenih, dolgoročnih čistih dobičkov. Menedžerji "gladijo" dividende, kar pomeni, da enkratna nihanja v čistem dobičku ne vplivajo na višino dividend.
4. Menedžerji so pri odločitvah o politiki dividend zelo konzervativni in neradi sprejemajo odločitve v zvezi z dividendami, pri katerih obstaja možnost, da bodo v prihodnosti povzročile potrebo po nasprotni odločitvi. Še posebej jih skrbi možnost znižanja prej povečanih dividend.

Lintner je ugotovil, da je politika dividend za podjetja tako pomembna, da ji je podrejena tudi investicijska politika. Če so investicijske priložnosti za podjetja zelo velike, menedžment najprej ponovno prouči investicijske projekte, ki bi jih bilo potrebno financirati z zunanjimi viri. Če so dovolj donosni/zaželeni, se jih financira z zunanjimi viri financiranja, drugače pa se jih opusti (Lintner, 1956, str. 105,106).

#### **4.4.2 PONOVI TEV LINTNERJEVE RAZISKAVE V LETU 2005**

Brav, Graham, Harvey in Michaely so leta 2005 objavili raziskavo, kjer so, podobno kot Lintner (1956), raziskovali, kako menedžerji oblikujejo politiko dividend. Anketirali so finančne direktorje 384 ameriških podjetij in izvedli 23 intervjujev z najvišjim vodstvom podjetij. V raziskavi so primerjali odločanje menedžmenta o politiki dividend z ugotovitvami Lintnerja (1956). Dodatno so raziskali še odnos menedžmenta do odkupa lastnih delnic, prvega izplačila dividend in primerjali, kako se pogledi menedžmenta na politiko dividend (ne) skladajo z različnimi teorijami/razlagami politike dividend.

Ko so primerjali rezultate z ugotovitvami Lintnerja (1956), so ugotovili, da je menedžment še vedno zelo konzervativen pri odločitvah v zvezi s politiko dividend. V 94 odstotkih podjetij, ki izplačujejo dividende, se je menedžment močno ali zelo močno strinjal s trditvijo, da se podjetja izogibajo znižati dividende. Iz intervjujev so ugotovili, da menedžment verjame, da obstaja velika asimetrija med povečanjem in znižanjem dividend. Medtem ko povečanje dividend ne prinese velike nagrade v obliki zvišanja cene delnice, verjamejo, da se znižanje dividende odrazi v velikem znižanju cene delnice.

Podobno kot Lintner (1956), so ugotovili, da menedžment še vedno gladi dividende in da se menedžerji bolj posvečajo spremembam kot pa absolutni višini dividend. V nasprotju z ugotovitvami Lintnerja pa so ugotovili, da je imelo samo 28 odstotkov proučevanih podjetij izoblikovan ciljni delež dobička, namenjenega izplačilu. Pokazalo se je, da je pri določanju politike dividend skoraj 40 odstotkov proučevanih podjetij ciljalo višino dividende na delnico, 27 odstotkov rast dividende na delnico, 13 odstotkov dividendno donosnost, 6 odstotkov pa ciljev ni imelo izoblikovanih. Skoraj pol stoletja po Lintnerjevi raziskavi se je tako pokazalo, da je povezava med dobičkom in dividendami bistveno šibkejša, kot je bila.

Ko so proučevali vzroke za vse večji delež, ki ga v izplačilih dobička predstavljajo odkupi lastnih delnic, so ugotovili, da je glavni vzrok fleksibilnost. Večina menedžerjev je smatrala odkupe lastnih delnic kot bolj fleksibilne od dividend. Ta fleksibilnost omogoča menedžmentu, da spreminja višino izplačanega dobička v odvisnosti od višine dobrih investicijskih priložnosti, da vpliva na višino dobička na delnico ali vrednotenje delnice, prepreči padanje vrednosti delniških opcij, ali da enostavno vrne kapital delničarjem.

Odstotek podjetij, ki izplačujejo dividende, se je v ZDA od konca 70-tih let pa do konca stoletja močno znižal in dosegel dno pri 17% v letu 2000 in se povečal na 25% v začetku leta 2004. Brav et al. so raziskali, kakšne načrte glede prvega izplačila dividend in prvih odkupov lastnih delnic imajo podjetja, ki dividend ne izplačujejo. Pokazalo se je, da več kot 75% podjetij, ki niso izplačevala dividend, tega ne načrtujejo niti v prihodnosti. Tudi podjetja, ki niso odkupovala lastnih delnic, temu v prihodnosti niso naklonjena, čeprav manj izrazito kot pri izplačilu dividend. Podobni pa so tudi rezultati za podjetja, ki niso niti izplačevala dividend niti odkupovala lastnih delnic. Ko so avtorji raziskovali, kateri so dejavniki, ki vplivajo na odločitev o prvem izplačilu dividend ali odkupu lastnih delnic, so ugotovili naslednje:

- na odločitev za prvo izplačilo dividend najbolj vpliva trajno povečanje dobičkov in povpraševanje institucionalnih vlagateljev po dividendah;
- podjetja se bodo odločila za prvi odkup lastnih delnic, kadar so njihove delnice podcenjene, kadar imajo presežek denarnih sredstev ali malo investicijskih priložnosti, ko se bo povečala likvidnost njihovih delnic in zaradi pritiskov institucionalnih vlagateljev.

Intervjuji s finančnimi direktorji so pokazali, da je nefleksibilnost dividend zelo močan faktor, ki preprečuje, da bi se več podjetij odločilo za prvo izplačilo dividend.

Brav et al. so preverili tudi, v kolikšni meri so prepričanja menedžmenta v skladu s teorijami/razlagami o politiki dividend. V očeh menedžmenta davki niso dejavnik, ki bi prevladujoče vplival na odločitve o politiki dividend. Prav tako niso našli dokazov, da menedžerji verjamejo v obstoj klientel in večina menedžerjev je bila mnenja, da stroški agentov ne igrajo pomembne vloge pri odločitvah o politiki dividend. Menedžerji so bili mnenja, da dividende vsebujejo informacije, vendar pa je večina informacij posredovana na druge načine. Politika dividend je le dopolnilo tem drugim načinom komunikacije, nikakor pa se ne uporablja kot sredstvo signaliziranja.

#### **4.5 SKLEP O OPISANIH EMPIRIČNIH RAZISKAVAH**

Kljub ogromnemu naporu, vloženemu v empirične raziskave politike dividend, je naše razumevanje, zakaj se podjetja pri odločitvah o politiki dividend obnašajo tako, kot se, milo rečeno, omejeno (Allen in Michaely, 2002, str. 117). Današnje stanje na področju politike dividend lahko opišemo kot veliko število teoretičnih modelov brez močne empirične potrditve (Frankfurter in Wood Jr., 2002).

Za nezmožnost dokončno dokazati ali ovreči teorije politike dividende obstajata dva razloga.

1. Da je statistični test veljaven, je potrebno izločiti vse druge vplive, razen politike dividend. To pomeni, da je potrebno sestaviti vzorec podjetij, ki se med seboj razlikujejo samo v politiki dividend.
2. Sposobni moramo biti zelo natančno izmeriti zahtevano stopnjo donosa lastniškega kapitala posameznega podjetja.

Nobenega izmed gornjih pogojev pa ne moremo izpolniti (Brigham in Daves, 2002, str. 564).

Ker nobena izmed obstoječih teorij/razlag politike dividend z empiričnimi raziskavami ni bila zadovoljivo potrjena kot najboljša ali takšna, da bi zadovoljivo pojasnila dogajanja v realnem svetu, se naše znanje o politiki dividend omeji na pripovedovanje "zgodb", zakaj so dividende priljubljene (Allen in Michaely, 2002, str. 117). Njuna "zgodba" je povezana z zgodovinskim razvojem kapitalskega trga ZDA. Pred stoletjem ali več je bilo vlagateljem na voljo zelo malo informacij. Podjetja, ki so lahko redno izplačevala dividende, so s tem signalizirala, da so njihovi dolgoročni obeti glede dobičkov dobri. Podjetja, ki so redno odkupovala lastne delnice, so bila kaj hitro osumljena manipuliranja s ceno svojih delnic. Tudi prodaja delnic je bila za malega vlagatelja draga zaradi visokih transakcijskih stroškov. V takšnem okolju se je vzpostavilo splošno prepričanje, ki velja še danes, da je plačilo dividend dobro in znižanje dividend slabo.

Očitno je, da trenutno nobena izmed teorij/razlag politike dividend ne daje zadovoljivega pojasnila o tem, kakšna naj bo optimalna politika dividend določenega podjetja. Tako lahko zaključimo, da so odločitve o politiki dividend v praksi predvsem odločitve na podlagi preteklih izkušenj, omejenih informacij in ne odločitve, ki se jih da natančno kvantificirati (Brigham in Daves, 2002, str. 579). Kako se oblikuje politika dividend v praksi, bomo predstavili v naslednjem poglavju.

## **5 POLITIKA DIVIDEND OZIROMA DELITEV DOBIČKA V PRAKSI**

Za menedžment podjetja je odločitev o dividendah odločitev o alokaciji ustvarjenih sredstev. Na koncu vsakega računovodskega obdobja (v Veliki Britaniji ponavadi polletno, v ZDA četrletno, v Sloveniji pa letno) se je potrebno odločiti, kako razdeliti ustvarjeni dobiček iz poslovanja med različne, med seboj konkurenčne namene. Podjetje lahko dobiček iz poslovanja nameni za obresti ponudnikom dolžniškega kapitala, za dividende lastnikom kapitala ali pa dobiček zadrži, da ostaja v podjetju in se porabi za bodoče investicije.

Ker je velikost izplačil za namene poplačila obresti ponudnikom dolžniškega kapitala definirana s politiko financiranja in predpostavljamo, da je ta definirana in se ne spreminja, so podjetja pri politiki dividend soočena z vprašanjem, kolikšen delež čistega dobička zadržati v podjetju in kolikšen delež izplačati. Te odločitve so za podjetje izredno pomembne, saj imajo lahko poleg vpliva na vrednost podjetja tudi pomembne posledice za likvidnost in razvojne možnosti podjetja, še posebej, če so razmere na finančnih trgih za podjetje neugodne.

V praksi menedžment pogosto uporablja pravila, ki temeljijo na široko sprejetih prepričanjih o tem, kako bodo na njihove odločitve reagirali vlagatelji in ostale interesne skupine (*ang. stakeholders*). Pravila, ki se jih menedžerji običajno držijo pri določanju politike dividend, so (Brav et al., 2005):

- znižanje dividend je močno kaznovano;
- ne oddaljuj se preveč od politike dividend konkurenčnih podjetij;
- vzdržuj dobro kreditno sposobnost;
- dobro je, če ima podjetje široko in raznovrstno bazo vlagateljev;
- vzdržuj fleksibilnost dividend;
- ne znižuj dobička na delnico, saj je slednji za mnoge vlagatelje merilo za ocenjevanje vrednosti delnice.

Tako v praksi obstaja cela paleta politik dividend. V nadaljevanju tega poglavja bomo opisali le največkrat uporabljene:<sup>27</sup>

- politika preostalega dobička;
- politika stabilnih, napovedanih dividend;
- politika glajenega deleža pri razporejanju dobička;
- politika majhnih dividend z občasnim povečanjem dividend.

## **5.1 POLITIKA PREOSTALEGA DOBIČKA**

Ta politika dividend je nedvomno poudarjeno usmerjena v krepitev finančne moči in dolgoročno urejeno financiranje podjetja, saj zagotavlja sredstva za optimalni obseg in sestavo virov sredstev podjetja. Le-to najprej določi investicijske možnosti, po opredelitvi optimalne strukture kapitala ugotovi potrebno količino zadržanih dobičkov za financiranje investicij. Za izplačilo dividend se porabi le tisti delež dobička, ki ni potreben za financiranje investicijskih projektov (Brigham in Daves, 2002, str. 569). Višina izplačila dividend se pri takšni politiki lahko iz leta v leto zelo spreminja, v odvisnost od investicijskih priložnosti podjetja in velikosti čistega dobička (Brigham in Daves, 2002, str. 572).

Politika preostalega dobička je različno aktualna za različne dejavnosti in različne tipe lastnikov podjetja. Tako je lahko zelo priljubljena pri lastnikih, ki želijo dolgoročno vlagati v podjetje, večati njegovo vrednost in se tudi zaradi (včasih visoke) obdavčitve izplačil dividend odpovedati sprotnim izplačilom, ter, nasprotno, nezaželena pri tistih lastnikih, ki kljub obdavčitvi izplačil dividend niso pripravljeni čakati na kasnejše (tudi tvegane) kapitalske dobičke iz prodaje delnic podjetja, ki izplačuje dobiček v skladu s to politiko. Od moči v lastniški sestavi podjetja je zato odvisno, ali je takšna politika sprejemljiva kratkoročno in še posebej dolgoročno (Repovž, 1997, str. 45).

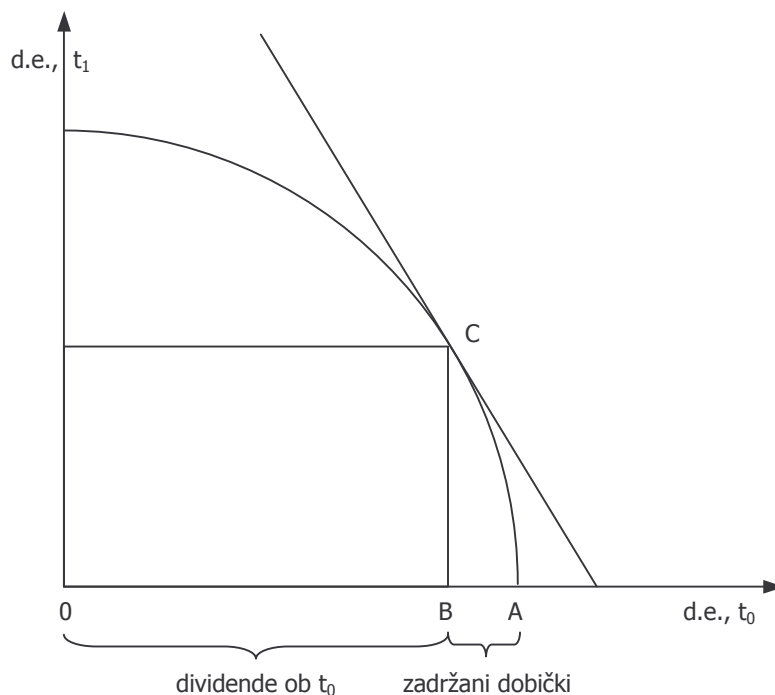
---

<sup>27</sup> Povzeto po Brigham in Daves (2002), Lintner (1956), Lumby (1995), Repovž (1997).



Na sliki 8 prikazujemo dogajanje ob uporabi politike preostalega dobička. Krožnica predstavlja investicijske možnosti podjetja, medtem ko tangenta (oziroma njen naklon) določa zahtevano donosnost. Na osi X je prikazan denarni tok podjetja v času 0, na osi Y pa denarni tok, ki ga bodo ustvarili zadržani dobički v naslednjem časovnem obdobju, v poljubni denarni enoti (d.e.). Velikost OA je določena kot letni denarni tok v času  $t_0$ , zmanjšan za obresti in davke. Da podjetje maksimira vrednost, mora izrabiti vse naložbene projekte, katerih neto sedanja vrednost je pozitivna. To doseže tako, da se iz točke A prestavi v točko C. V podjetju zadrži AB dobička (denarnega toka), B0 pa ga izplača delničarjem. Zadržani dobiček AB podjetje investira in ustvari za BC denarnega toka, ki ga v naslednjem časovnem obdobju ( $t_1$ ) zopet porabi za reinvestiranje in izplačilo dividend glede na investicijske možnosti. S takim ravnanjem podjetje izplača samo tisti del denarnega toka, ki ga ne more porabiti za investicije s pozitivno neto sedanjo vrednostjo.

**Slika 8: Ilustracija politike preostalega dobička**



Vir: Lumby, 1995, str. 543.

## 5.2 POLITIKA STABILNIH, NAPOVEDANIH DIVIDEND

Politika dividend, po kateri je izplačilo stabilno (enakomerno), ne glede na izid, nasprotno od prej opisane politike zanemarja pomen urejenega financiranja podjetja in ob krizi na finančnih trgih ne zagotavlja potrebnih sredstev za financiranje razvoja ter včasih celo ne sredstev za sprotno poslovanje. Takšna politika, če je slabo zastavljena, onemogoča načrtovanje kratkoročnega in še bolj dolgoročnega poslovanja podjetja iz



zadržanih dobičkov, onemogoča pa tudi preišljeno zadolževanje podjetja (Repovž, 1997, str. 45,46).

Politika stabilnih, napovedanih dividend ne pomeni vedno tudi izplačil napovedanih dividend, saj mora podjetje zaradi vzdrževanja sprotne likvidnosti večkrat zadržati izplačila in izboljšati lastno financiranje. Taka politika je usmerjena k povsem specifičnim lastnikom podjetja in je tudi ni možno zagotoviti v vseh dejavnostih. Odločitev za vodenje take politika mora biti zelo pretehtana, saj bi pretiravanje v napovedovanju in izplačevanju dividend ne glede na izid lahko ogrozilo poslovanje in razvoj podjetja, saj ne bi moglo tekmovati z drugimi (Repovž, 1997, str. 46).

### 5.3 POLITIKA GLAJENEGA DELEŽA PRI RAZPOREJANJU DOBIČKA

Politiko glajenega deleža pri razporejanju dobička je v znanem članku prvi opisal Lintner (1956). Pri tej politiki podjetja pri določanju višine izplačila sledijo ciljnemu dolgoročnemu deležu izplačila čistega dobička, kateremu se postopno približujejo.

Lintner (1956) je postavil enostaven model oblikovanja politike dividend v praksi, ki je skladen z ugotovitvami njegove raziskave. Poglejmo si ga.

Predpostavimo, da se podjetje vedno drži svojega ciljnega deleža dividend ( $D$ ) v čistem dobičku, ki ga namerava izplačati. Potem bo izplačana dividenda na delnico v naslednjem letu ( $DIV_1$ ) enaka konstantnemu delu čistega dobička na delnico ( $EPS_1$ ):

$$DIV_1 = \text{ciljna dividenda} = D * EPS_1 \quad (5.1)$$

Spremembo dividende oziroma ciljno spremembo lahko zapišemo kot:

$$DIV_1 - DIV_0 = \text{ciljna sprememba} = D * EPS_1 - DIV_0 \quad (5.2)$$

Podjetje, ki bi se vedno držalo ciljnega deleža dividend v čistem dobičku, bi moralo spremeniti višino dividend ob vsaki spremembi dobička. Vendar pa menedžerji v Lintnerjevi raziskavi niso bili naklonjeni takšnemu početju. Prepričani so bili, da imajo delničarji rajši stalno, lahko majhno, vendar stabilno povečevanje dividend. Zato se tudi v primeru, ko so razmere omogočale velik skok v višini dividende na delnico, menedžerji v proučevanih podjetjih niso odločali za popolno prilagoditev višine dividende na delnico, temveč so vzorec izplačil dividend zgladili. Glajenje poimenujmo stopnja prilagoditve ( $SP$ ) in njihove odločitve popišimo z naslednjim modelom:

$$DIV_1 - DIV_0 = SP * \text{ciljna sprememba} = SP * (D * EPS_1 - DIV_0) \quad (5.3)$$

Velikost stopnje prilagoditve je odvisna od konzervativnosti podjetja. Čim bolj je podjetje konzervativno, tem bolj je  $SP$  bližje 0 in tem bolj zglajen je vzorec izplačil dividend.

Lintnerjev model napoveduje, da je višina dividende deloma odvisna od tekočega čistega dobička in deloma od dividende preteklega leta, ki pa je zopet odvisna od dobička preteklega leta in dividende predpreteklega leta itd. Če enačbo (5.3) posplošimo in preuredimo tako, da na levi strani pustimo samo  $DIV_t$  in upoštevamo, da je:

$$DIV_{t-1} = SP * D * EPS_{t-1} + (1 - SP) * DIV_{t-2} \quad (5.4)$$

potem dobimo:

$$DIV_t = SP * D * EPS_t + SP * D * (1 - SP)(EPS_{t-1}) + SP * D * (1 - SP)^2(EPS_{t-2}) + \dots + SP * D * (1 - SP)^n(EPS_{t-n}) \quad (5.5)$$

Lintnerjev model predpostavlja, da lahko popišemo dividende kot tehtano povprečje tekočega in preteklih čistih dobičkov. Verjetnost povišanja dividend bi morala biti najvišja takrat, ko se povečajo tekoči čisti dobički, malo manjša pa bi morala biti takrat, ko so narasli samo dobički preteklega leta itd.

Politika glajenega deleža pri razporejanju dobička na zadržani dobiček in del za dividende, se v praksi precej uporablja. Velikost zadržanega dobička (in tudi dividend) je neposredno odvisna od velikosti izida in zato negotova tako za sredstva podjetja (povečanje lastniškega kapitala), kot za prejemnike dividend. Načrtovanje urejenega financiranja in sredstev za razvoj je zato oteženo ter zahteva posebno pozornost pri načrtovanju celotne dejavnosti (prihodkov, odhodkov, prejemkov in izdatkov) podjetja.

Obravnavana politika skuša vzdrževati kompromisno razmerje med lastniki, ki so zainteresirani za dolgoročno poslovanje in večjo vrednost podjetja, ter lastniki, ki jim je pomembnejše sprotno izplačevanje dobička v obliki dividend. Tako uporabljene politike glajenega deleža pri razporejanju dobička (dolgoročno praviloma 50:50) tudi ni mogoče izvajati v vsaki dejavnosti, pač pa običajno le tam, kjer je doseganje potrebnega (načrtovanega) dobička mogoče pričakovati dolgoročno (Repovž, 1997, str. 46).

## 5.4 POLITIKA MAJHNIH DIVIDEND Z OBČASNIM POVEČANJEM DIVIDEND

Ta politika je priporočljiva za podjetja z večjim poslovnim in finančnim tveganjem v doseganju zelenega (zahtevanega) izida poslovanja. Takšna so podjetja, ki delujejo v cikličnih gospodarskih panogah, in bi imela težave z izplačevanjem dividend, če bi jih postavila previsoko. Tako podjetje določi zelo nizko "redno" dividendo in ob dobrih poslovnih rezultatih (recimo, kadar je gospodarstvo v ekspanziji) izplača še izredno dividendo. Vlagatelji razumejo, da izredna dividenda ne napoveduje povečanja rednih dividend, tako da je ne razumejo kot signal stalnih višjih dobičkov, prav tako pa neizplačilo izredne dividende večinoma ne interpretirajo kot negativni signal (Brealey in Myers, 1996, str. 418).

Taka politika zaradi varnosti naložb lastnikov v podjetje poudarja pomen rasti vrednosti podjetja (delnice) s hkratnim povečevanjem njegove finančne moči in zagotavljanjem lastnih sredstev, v obliki zadržanih dobičkov, za financiranje sprotnega in posebej razvojnega poslovanja podjetja. Občasna izplačila večjih dividend so v takem primeru posledica preseganja pričakovanih dobičkov in torej ne posegajo resneje v urejeno finančno sestavo in likvidnost podjetja ter tako ne zmanjšujejo njegove stabilnosti in bonitete pri zadolževanju (Repovž, 1997, str. 46).

V tem poglavju smo prikazali pogosteje uporabljene modele oblikovanja politike dividend v praksi. Ker so posamezna podjetja med seboj tako po tipu lastništva (klientel), panogi, razvojni stopnji, investicijskih priložnostih in okolju, v katerem delujejo, med seboj zelo različna, uporabljajo več različnih modelov politike dividend. Pri tem običajno pazijo, da izoblikujejo takšno politiko dividend, da jim le-teh v prihodnje ne bi bilo potrebno zniževati, in ki ne ogroža razvoja podjetja v prihodnosti.

## **6 POLITIKA DIVIDEND V SLOVENIJI**

V tem poglavju bomo prikazali glavne značilnosti slovenskega ekonomskega in institucionalnega okolja, ki so vplivale na politiko dividend v Sloveniji od osamosvojitve dalje. S spremembo ekonomskega sistema sta se bistveno spremenili tudi vloga in pomen poslovnih financ. Tudi na tem področju se je morala Slovenija prilagoditi novim razmeram. Prilagajanje pa ni bilo niti hitro niti enostavno. Največje težave, ki so se pri tem pojavile, so bile povezane s pomanjkanjem znanja, neopredeljenim ali napačno opredeljenim ciljem poslovanja podjetja,<sup>28</sup> omejenim dostopom do primarnega trga kapitala in dolgoročnega dolžniškega financiranja ter strukturo lastništva, pogojeno z načinom odprave družbene lastnine (Mramor, Groznik in Valentinčič, 1999).

V prvem podpoglavju bomo prikazali pravno ureditev dividend v Sloveniji, v drugem pa predstavljamo nekatere posebnosti slovenskega gospodarskega prostora, in vpliv, ki so ga slednje v preteklosti imele na politiko dividend slovenskih podjetij.

### **6.1 PRAVNA UREDITEV DIVIDEND V SLOVENIJI**

Najpomembnejši pravni akti, ki urejajo področje politike dividend v Sloveniji, so naslednji:

- Zakon o gospodarskih družbah;
- Slovenski računovodski standardi;
- Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb;

---

<sup>28</sup> Cilj poslovanja večine podjetij po formalnem zaključku lastninskega preoblikovanja naj bi bil še vedno odvisen od ciljev zaposlenih.

- Zakon o dohodnini.

Slovenski računovodski standardi (SRS) vprašanj dividend podrobneje ne urejajo, sledijo le določbam Zakona o gospodarskih družbah. Le-ta že vsebuje vse elemente, ki opredeljujejo izplačilo dividend. SRS ne prepovedujejo izplačila dividend v obliki delnic (izplačilo dividend v obliki delnic je omenjeno pri izkazu gibanja kapitala, SRS 27.5), vendar pa tudi tega področja podrobno ne urejajo.

V nadaljevanju bomo največ pozornosti posvetili Zakonu o gospodarskih družbah, saj je to osnovni pravni predpis, ki ureja izplačevanje dobička, in tako lahko močno vpliva na politiko dividend.

### **6.1.1 ZAKON O GOSPODARSKIH DRUŽBAH**

Najpomembnejši zakon, ki ureja poslovanje družb v Sloveniji, je Zakon o gospodarskih družbah (dalje ZGD). V njem je urejena tudi uporaba<sup>29</sup> dobička in pokrivanja izgube. 7. 6. 2001 je bila v Uradnem listu objavljena novela F (ZGD-F), ki je precej spremenila način uporabe dobička ter pokrivanje izgube. V naslednjem poglavju, kjer analiziramo delitev dobička slovenskih podjetij, je potrebno upoštevati veljavnost ZGD pred novelo F. Zato so v spodnjem besedilu opisane glavne spremembe, ki posegajo v izplačevanje čistega dobička delničarjem.

Za uporabo (delitev) dobička je zelo pomemben pojem bilančnega dobička, ki je uveden z ZGD-F in je izračunan iz naslednjih postavk:

- čisti dobiček (pozitivna postavka) oziroma izguba (negativna postavka);
- preneseni dobiček (pozitivna postavka) oziroma prenesena izguba (negativna postavka);
- zmanjšanje (sprostitvev) kapitalskih rezerv (pozitivna postavka);
- zmanjšanje (sprostitvev) rezerv iz dobička (pozitivna postavka);
- povečanje (dodatno oblikovanje) rezerv iz dobička (negativna postavka).

Splošna pravila glede izplačila dobička, ki jih določa ZGD za delniške družbe po noveli ZGD-F, so:

- dividende se lahko delijo le do višine bilančnega dobička;
- če ima družba nepokrito izgubo, mora najprej pokriti le to, šele potem je možno izplačilo dividend (oblikovanje bilančnega dobička);
- družba mora oblikovati tako imenovani rezervni sklad, v višini 10% osnovnega kapitala. Dokler višina rezervnega sklada ni ustrezna, je podjetje obvezano odvajati 5% čistega dobička, zmanjšanega za znesek, ki je porabljen za kritje morebitne prenesene izgube, v tako imenovane zakonske rezerve.<sup>30</sup>

<sup>29</sup> Pred novelo ZGD-F se je govorilo o delitvi, novela ZGD-F pa uvaja terminologijo uporabe dobička.

<sup>30</sup> Takšna ureditev razmerja med oblikovanimi rezervami in možnostjo delitve dividend je bistveno drugačna in veliko manj omejevalna kot ureditev pred ZGD-F, kjer je veljala prepoved izplačila dividend ter tako omogoča prožnejšo politiko dividend.

Splošna pravila tako učinkovito zagotavljajo spoštovanje načela ohranitve osnovnega kapitala družbe in s tem zagotavljajo tudi zakonsko deklarirano jamstvo upnikom družbe.

Po prejšnji ureditvi je delniška družba lahko izplačala dividende šele potem, ko je oblikovala rezerve v višini 10% osnovnega kapitala (355. člen ZGD, do novele F), družbe z omejeno odgovornostjo pa niso smele izplačevati dobička, če je bila vrednost kapitala nižja od višine osnovnega kapitala (430. člen ZGD). Novela ZGD-F je izpustila kategorijo nerazporejenega dobička in spremenila dotedanjo ureditev, po kateri so se dividende delile iz letnega čistega dobička, ugotovljenega z bilanco uspeha oziroma iz nerazporejenega dobička iz preteklih let, ki ga je bilo potrebno razdeliti najkasneje v petih letih.

Ureditev delitve dobička (rezultata) v ZGD-F daje večja pooblastila upravi in nadzornemu svetu kot prejšnja ureditev. Po prejšnji ureditvi je redna letna skupščina delniške družbe vedno sprejemala dva sklepa:

- sklep o letnem poročilu na predlog uprave in na podlagi mnenja nadzornega sveta ter
- sklep o delitvi dobička na predlog uprave in na podlagi mnenja nadzornega sveta.

Po noveli ZGD-F pa o usodi dela čistega dobička poslovnega leta odloča uprava ob sestavi letnega poročila. Ločiti je potrebno na eni strani uporabo čistega dobička in na drugi strani uporabo bilančnega dobička. O uporabi bilančnega dobička vedno odloča skupščina delniške družbe (228. člen ZGD-F). Temelj za odločanje je že sprejeto letno poročilo, bodisi s strani uprave in nadzornega sveta bodisi v izjemnih primerih s strani skupščine. O uporabi čistega dobička se ne odloča posebej, ampak se o uporabi le-tega odloča ob sami sestavi letnega poročila. O tem torej odloča tisti, ki sestavlja letno poročilo in ga sprejema, torej praviloma uprava in nadzorni svet, v izjemnem primeru pa tudi skupščina delniške družbe. Za razliko od prejšnje ureditve novela ZGD-F zelo natančno določa vrstni red uporabe čistega dobička, ki ga družba izkaže v letnem poročilu. Tako se mora čisti dobiček, ob sestavi letnega poročila, uporabiti za namene po naslednjem vrstnem redu (prvi odstavek 228. člena ZGD-F):

- kritje prenesene izgube;
- oblikovanje zakonskih rezerv;
- oblikovanje rezerv za lastne deleže;
- oblikovanje statutarnih rezerv.

Od preostanka čistega dobička lahko uprava in nadzorni svet pri sprejemu letnega poročila 50% le-tega uporabita za oblikovanje drugih rezerv iz dobička, večji delež preostanka pa smeta uporabiti le, če imata za to izrecno statutarno pooblastilo.

Posledica takšne ureditve je, da ima uprava po sprejetju novele ZGD-F večje pristojnosti in da bo že pri sestavi letnega poročila razporedila večji del dobička. Gre za dve kakovostni stopnji odločanja o uporabi čistega dobička poslovnega leta:

- zakonsko določeni vrstni red in obveznost uporabe ter

- uporabo čistega dobička na podlagi statuta ter odločitve uprave in nadzornega sveta.

Vsekakor so v teh spremembah in dopolnitvah ZGD iz leta 2001 vsebinske novosti, ki se nanašajo predvsem na upravljanje in odločanje ter so zelo vplivale na poslovanje in odločanje v družbah.

ZGD dovoljuje tudi izplačilo vmesne dividende (229. člen ZGD-F). Ker njeno plačilo posega v pravico skupščine do odločanja o uporabi bilančnega dobička, lahko le statut določa pravico uprave, da izplača vmesno dividendo. Pri tem se dividenda lahko izplača le, če poprejšnji obračun za poslovno leto izkaže dobiček oziroma če se dobiček predvideva. Za vmesno dividendo se sme izplačati največ polovica zneska, ki ostane od predvidenega dobička po oblikovanju rezerv. Prav tako znesek vmesnih dividend ne sme preseči polovice dobička iz prejšnjega leta. Za izplačilo vmesnih dividend je potreben sklep uprave. S tem sklepom pa mora soglašati tudi nadzorni svet. Ta ureditev se z novelo ZGD-F ni bistveno spremenila.

ZGD ureja tudi nakup lastnih delnic. Eden temeljnih namenov ZGD je zaščita posojilodajalcev, upnikov in manjšinskih delničarjev (ohranitev osnovnega kapitala). Posledica tega je, da ZGD načelno prepoveduje tako originalno, kot derivativno pridobitev lastnih delnic. Razlika med obema je v tem, da je prepoved originalne pridobitve, to je pridobitev na primarnem trgu kapitala, bodisi ob ustanovitvi družbe bodisi ob povečanju osnovnega kapitala z vpisovanjem lastnih delnic s strani družbe, absolutna (prvi odstavek 227. člena ZGD-F), prepoved derivativne pridobitve lastnih delnic, to je pridobitve na sekundarnem trgu od drugega delničarja, pa relativna, saj zakon določa osem taksativnih izjem (prvi odstavek 240. člena ZGD-F):

- če je pridobitev nujna, da bi družba preprečila hudo, neposredno škodo;
- če naj se delnice ponudijo v odkup delavcem družbe ali z njo povezane družbe;
- če delnice pridobi zato, da bi delničarjem zagotovila odpravnino po določbah ZGD;
- če je pridobitev neodplačna;
- da pridobi delnice pri nakupni komisiji;
- na podlagi univerzalnega pravnega nasledstva;
- na podlagi sklepa skupščine o umiku delnic po določbah o zmanjšanju osnovnega kapitala;
- na podlagi pooblastila skupščine za nakup lastnih delnic.

Pri tem pa moramo opozoriti, da je za primere iz prve do tretje in osme alineje, v ZGD predpisano, da mora podjetje za kupljene lastne delnice oblikovati ustrezni vir (rezerve za lastne deleže) in da obseg lastnih delnic ne sme presežati 10% osnovnega kapitala družbe.

Zadnja, osma alineja, je bila dodana v noveli ZGD-F. Bistveno je, da se v tej alineji ne določa zakonskega namena, ampak je to prepuščeno avtonomni odločitvi družbe. Tako lahko po tej ureditvi družba pridobiva lastne delnice na podlagi posebnega pooblastila

skupščine, ki velja 18 mesecev. Skupščina mora v pooblastilu določiti tudi najnižjo in najvišjo prodajno ceno, kakor tudi delež teh delnic ter namen pridobitve. Pri namenu je družba avtonomna, omejena je le z zakonsko prepovedjo pridobivanja lastnih delnic izključno z namenom trgovanja.

8. alineja je omogočila večjo fleksibilnost tudi na področju politike dividend, saj bodo podjetja lahko enostavneje odkupovala delnice na trgu, kadar smatrajo, da so le-te podcenjene, oziroma kadar se podjetje odloči za nakup delnic kot alternativo izplačilu dividend. Prav tako ta alineja olajša izplačevanje dividend v obliki delnic, ki je bilo dovoljeno že pred novelo F, in sicer z novo izdanimi delnicami ali delnicami v lasti podjetja. Po noveli F lahko podjetja kupujejo svoje delnice tudi z namenom izplačevanja dividend v obliki delnic.

Kasnejše spremembe Zakona o gospodarskih družbah po noveli ZGD-F (vključno do sprejetja ZGD-1, Uradni list RS, št. 42/2006) niso posegale na področje, ki ureja izplačevanje dividend.

## **6.2 POSEBNOSTI SLOVENSKEGA GOSPODARSKEGA PROSTORA**

Slovenska podjetja so se z osamosvojitvijo leta 1991 srečala z dvema velikima izzivoma. Prvi je bil preusmeritev iz razpadlega jugoslovanskega trga na nova tržišča in drugi sprememba družbene ureditve iz socialističnega samoupravljanja v tržno, kapitalistično gospodarstvo. Prvi je pomenil predvsem operativne težave v podjetjih in njihovo prestrukturiranje, drugi pa je bil prava mala revolucija, ki je s procesom lastninjenja in vzpostavitve kapitalskih trgov v poslovanje podjetij in življenje ljudi prinesla kapitalistično pojmovanje lastništva in s tem tudi do tedaj neobstoječe izplačevanje dobička delničarjem.

V tem podpoglavju bomo opisali razmere, ki so se v Sloveniji ustvarile med in po formalnem koncu lastninskega preoblikovanja, in se pomembneje razlikujejo od razmer v razvitejših tržnih ekonomijah. Imele so tudi pomemben vpliv na politiko dividend v proučevanem obdobju naše empirične analize. Izpostavili bomo lastniško strukturo, ki je bila po koncu lastninjenja precej bolj razpršena kot v drugih kontinentalnih kapitalističnih državah. Predstavili bomo tudi položaj slovenskih podjetij, ki so v tistih letih potrebovala veliko sredstev za financiranje investicij, hkrati pa je bil dostop do dolgoročnih virov financiranja za veliko podjetij otežen ali pa so bili le-ti dragi. Pomembna sta bila tudi razvitost trga kapitala in davčna zakonodaja, ki je spodbujala vlaganja podjetij, in na začetku, z neobdavčitvijo kapitalskih dobičkov, tudi razvoj sekundarnega trga kapitala. Te razlike so se z leti manjšale, tako da so danes nekatere že nepomembne, druge pa bi še lahko imele vpliv na politiko dividend.



## 6.2.1 LASTNIŠKA STRUKTURA SLOVENSКИH PODJETIJ

Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (ZLPP) (Uradni list RS, št. 55/1992) je bil osnova za preoblikovanje samoupravnih podjetij z družbenim kapitalom v podjetja z zasebno lastnino. Zakon je dopuščal sedem metod lastninjenja družbenih podjetij, nekatere so bile med seboj izključujoče, nekatere pa možne le v kombinaciji z drugimi (ZLPP, 18., 22. člen):

- prenos navadnih delnic na sklade;
- interna razdelitev delnic;
- notranji odkup delnic;
- javna prodaja delnic podjetja;
- prodaja vseh sredstev podjetja;
- preoblikovanje podjetja z večanjem lastniškega kapitala;
- prenos delnic na Sklad RS za razvoj.

Prenos delnic na sklade je bil zakonsko obvezen in ga je moralo podjetje upoštevati pri vseh načinih lastninjenja, razen pri prodaji vseh delnic in prodaji vseh sredstev podjetja. Ta so morala na sklade prenesti 40 odstotkov družbenega premoženja (20% Sklad RS za razvoj, po 10% pa Pokojninski in Odškodninski sklad).

Uzakonjeni način lastninjenja je na eni strani uveljavil notranje lastnike podjetij (zaposleni menedžerji, bivši zaposleni, upokojenci...), na drugi strani pa je funkcijo zunanjih lastnikov dodelil pooblaščenim investicijskim družbam in državnim skladom. Konec leta 1996 so imeli notranji lastniki več kot 50% delež v 81,8% podjetij z drugim soglasjem, vendar so razpolagali le z 44% olastninjenega kapitala.<sup>31</sup>

Tako so nastale razmere, v katerih so imeli zaposleni v mnogih podjetjih pomemben vpliv na delitev novoustvarjene vrednosti. Prašnikar in Svejnar (1998) govorita o tako imenovanem "employeezmu". Pokazala sta, da se ta v obliki prisvajanja dela novoustvarjene vrednosti ni pojavljal samo pri podjetjih, ki so za prevladujoč model lastninjenja izbrala notranji odkup, ampak tudi v podjetjih (in to celo v večji meri), ki so izbrala prevladujoče zunanje lastništvo. Poleg načina spremembe družbene v privatno lastnino, je na pojav "employeezma" vplivala tudi poosamosvojitvena zakonodaja o sodelovanju delavcev pri upravljanju družb. Tako Zakon o sodelovanju delavcev pri upravljanju (ZSDU) (Uradni list RS, št. 42/93) določa, da mora biti v nadzornih svetih, v družbah z manj kot 1000 zaposlenimi, vsaj tretjina predstavnikov delavcev, v družbah z več kot 1000 zaposlenimi pa vsaj polovica. Sodelovanje v upravi družbe je v družbah z več kot 500 zaposlenimi mogoče preko delavskega direktorja.

Po obdobju 1995-1998, ko je bilo formalno lastninjenje končano, se je začela druga faza lastninjenja, v kateri se začne proces konsolidacije lastništva, ki še vedno traja. Znotraj podjetij se je vzpostavila notranja menjava delnic, pooblaščenih investicijske

---

<sup>31</sup> Izbor iz Ekonomskih ogledal, 18.8.2003.



družbe in državni skladi so med seboj menjavali pridobljene delnice, podjetja, ki so izbrala javno prodajo delnic, pa so nastopala na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Zato se je v tem obdobju marsikje spremenila začetna, z izbrano metodo privatizacije opredeljena lastninska struktura podjetij, zlasti v smeri večanja lastniškega deleža menedžerjev in večje koncentracije lastništva v rokah posameznih pooblaščenih investicijskih družb ter državnih skladov. Pooblaščene investicijske družbe in državni skladi so v podjetjih, kjer so imeli pomemben delež, zastopali predvsem težnjo po razdelitvi ustvarjenega, s katerim so pokrivali stroške upravljanja investicijskih družb in državnih skladov (Prašnikar in Gregorič, 1999, str. 34).

## 6.2.2 POLOŽAJ SLOVENSКИH PODJETIJ

Večina slovenskih podjetij je po končani formalni privatizaciji še vedno bila ali pa šele prišla v fazo prestrukturiranja in jim položaj ni omogočal izplačevanja dividend. Takšna podjetja pa so večinoma imela tudi relativno majhne možnosti pridobivanja zunanjega kapitala, bodisi preko bank bodisi preko finančnega trga, poleg tega pa so bili zunanji viri financiranja za takšna podjetja zelo dragi (Ahačič, 1998, str. 33). Za ilustracijo stroškov dolžniškega kapitala, v tabeli 8 prikazujemo povprečne obrestne mere slovenskih bank za posojila za investicije.

**Tabela 8: Povprečne obrestne mere slovenskih bank za posojila za investicije, v obdobju 1996-2005**

<b>Datum</b>	<b>povp. obr. mera, realno</b>	<b>povp. obr. mera, nominalno</b>
31.12.1996	12,7%	23,7%
31.12.1997	11,5%	21,3%
31.12.1998	8,1%	17,3%
31.12.1999	7,4%	14,2%
31.12.2000	7,9%	17,7%
31.12.2001	7,8%	17,1%
31.12.2002	7,4%	15,6%
31.12.2003	6,2%	12,6%
31.12.2004	4,9%	9,0%
31.12.2005	4,2%	7,3%

Vir: spletne strani Banke Slovenije, arhiv finančnih podatkov.

Velike potrebe slovenskih podjetij po investicijah, da bi ujela korak z razvitimi državami, so izpostavili tudi Mramor, Groznik in Valentinčič (1999, str. 237). Za velik del podjetij je dodatno veljalo, da so morala hkrati prilagajati strukturo kapitala tako, da bi imela več lastniškega kapitala. Ob potrebah po dodatnem lastniškem kapitalu zaradi financiranja dela neto investicij in zamenjavi dela dolgov, pa so imela podjetja praviloma omejen dostop do lastniškega kapitala zaradi zgoraj opisanega načina odprave družbene lastnine. Slovenski način lastninjenja je namreč povzročil, da se je razpoložljiv dodatni lastniški kapital usmerjal v razmeroma poceni "privatizacijske"

delnice, ki so ga prodajalci teh delnic praviloma porabili za tekočo porabo, makroekonomske posledice teh (in še drugih) procesov pa so povzročale tudi različne omejitve pri dostopu naših podjetij do tujega lastniškega kapitala (Mramor, Groznik in Valentinčič, 1999, str. 237). Takšne razmere so pomenile, da so se morala podjetja za financiranje investicij zanašati predvsem na notranje vire, kar je bila velika ovira za izplačevanje dobička.

### 6.2.3 TRG KAPITALA

Za leta po izvedenem formalnem lastninjenju podjetij je za slovenski trg kapitala veljalo, da je relativno nerazvit. Slovenska podjetja so za svoje dolgoročno financiranje izredno malo uporabljala javni primarni trg kapitala (lahko rečemo, da je praktično neobstoječ) in tako je še danes. V tabeli 9 prikazujemo število in nominalno vrednost javnih ponudb vrednostnih papirjev slovenskih nebančnih podjetij za obdobje 1996-2005. Vidimo, da je bilo v celotnem obdobju na javnem primarnem trgu ponujeno le 7 izdaj delnic, v skupni nominalni vrednosti 3,4 milijarde SIT. Več sredstev so podjetja preko javnega primarnega trga kapitala zbrala z izdajanjem dolžniških vrednostnih papirjev. Zanimivo je, da je bilo javnih ponudb vrednostnih papirjev v obdobju po letu 2000 precej manj kot v obdobju pred letom 2000. Očitno Slovenijo lahko uvrstimo med tako imenovana bančna gospodarstva, kjer financiranje podjetij poteka predvsem preko bančnega sektorja.

**Tabela 9: Javne ponudbe vrednostnih papirjev slovenskih nebančnih podjetij, v obdobju 1996-2005**

nominalna vrednost v mio SIT					
Leto	izdaje delnic		izdaje dolžniških VP		Skupaj
	Št.	Nom. vred.	Št.	Nom. vred.	
1996	1	314	1	724	1.038
1997	2	324	1	1.000	1.324
1998	1	66	1	2.000	2.066
1999	1	779	3	2.706	3.485
2000	1	450	1	2.000	2.450
2001	0	0	0	0	0
2002	0	0	0	0	0
2003	0	0	0	0	0
2004	1	1.500	0	0	1.500
2005	0	0	0	0	0
<b>Skupaj</b>	<b>7</b>	<b>3.433</b>	<b>7</b>	<b>8.430</b>	<b>11.863</b>

Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2005, ATVP, (julij 2006), str. 3.

Pomen sekundarnega trga kapitala je bil do uvrstitve prvih delnic iz procesa lastniškega preoblikovanja podjetij, v sredini leta 1996, majhen. Konec leta 1995 je tržna kapitalizacija delnic na organiziranem trgu kapitala znašala le 1,8% slovenskega

BDP. Večji relativni pomen (velikost) je sekundarni trg kapitala pridobil predvsem z vključitvijo delnic olastninjenih podjetij. Vendar pa je ta način razvoja pomenil tudi določene specifičnosti in slabosti. Tu predvsem mislimo na veliko razpršenost lastništva ter na "neprave-certifikatske" lastnike, katerih cilj ni bil dolgoročno vlaganje na trgu kapitala, ampak tekoča potrošnja. Tako za drugo polovico devetdesetih let velja, da je sekundarni trg delnic opravljal predvsem vlogo "konsolidatorja" razdeljene družbene lastnine (Mramor, 2000a, str. 390) in ne funkcij, ki se mu drugače pripisujejo.<sup>32</sup> V tem obdobju naj bi bile delnice zaradi presežne ponudbe podcenjene.<sup>33</sup>

Kot posledica procesa lastninjenja, smo v Sloveniji dobili tudi pooblaščenke investicijske družbe (dalje PID). PID-i so bili posebna, prehodna oblika investicijske družbe, ustanovljeni izključno z namenom zbiranja lastniških certifikatov in odkupa delnic, ki so jih na Sklad za razvoj prenesla podjetja v procesu lastninskega preoblikovanja (Krek, 2005, str. 7). Ustanovitelj in upravljaec PID-a je bila lahko samo pooblaščenka družba za upravljanje, ki je bila za upravljanje PID-a upravičena do največ 3 odstotkov povprečne letne čiste vrednosti PID-a. Zaradi prevelikega števila izdanih certifikatov je prišlo do tako imenovane privatizacijske vrzeli, kjer PID-i niso mogli zamenjati zbranih certifikatov za deleže v podjetjih. Po podatkih Agencije za trg vrednostnih papirjev so konec leta 1998 in 1999 PID-i v strukturi svojih naložb imeli več kot 50 odstotkov neizkoriščenih lastninskih certifikatov. Slaba struktura naložb PID-ov in relativno visoka upravljalška provizija sta mnogokrat pomenila, da so PID-i na skupščinah podjetij zahtevali visok delež izplačil čistega dobička. Vlada je privatizacijsko vrzel zapolnila z dodatno dodelitvijo premoženja PID-om v letu 2000 in 2002 (Krek, 2005, str. 11). PID-i so se morali do konca leta 2003 preoblikovati v redne delniške družbe, investicijske družbe ali vzajemne sklade. Večina PID-ov se je preoblikovala v redne delniške družbe (finančne holdinge) in se tako izognila nadzoru s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev in zakonskim omejitvam, ki veljajo za investicijske družbe in vzajemne sklade. Takšno preoblikovanje je slabše za razvoj trga kapitala v Sloveniji, kot če bi se več PID-ov preoblikovalo v investicijske družbe ali vzajemne sklade, saj bi bili v tem primeru učinki na likvidnost trga kapitala večji, mali delničarji bi bili bolj zaščiteni in zaupanje v trg kapitala bi bilo večje.

Za številčni prikaz razvoja sekundarnega trga kapitala v Sloveniji, v obdobju 1996-2005, v tabeli 10 prikazujemo izbrane kazalnike.

---

<sup>32</sup> To so predvsem alokacija prihrankov v čim racionalnejšo porabo, večanje narodnogospodarskih prihrankov, večanje učinkovitosti upravljanja podjetij in finančnih institucij ter večanje likvidnosti ekonomskih subjektov (Mramor, 2000a, str. 386).

<sup>33</sup> V tem obdobju je bilo s strani udeležencev slovenskega trga kapitala tudi večkrat očitano Banki Slovenije (dalje BS), da je ona glavni vzrok "prenizkih" cen in slabe likvidnosti trga kapitala. BS je namreč februarja 1997 uvedla skrbniške račune za tuje portfeljske vlagatelje, ker je močno povečanje tujih portfeljskih naložb začelo pritiskati na tečaj SIT. Poleg tega bi lahko morebiten "pobeg" špekulativnega kapitala povzročil zlom borze in velike težave pri tečajni politiki. Ukrep je močno znižal promet na borzi vrednostnih papirjev in zaustavil skoraj polletno rast Slovenskega borznega indeksa. Vse omejitve za tuje vlagatelje v vrednostne papirje v Sloveniji so bile ukinjene s 1.1.2002.

**Tabela 10: Kazalniki velikosti in razvitosti sekundarnega trga kapitala v Sloveniji, v obdobju 1996-2005**

	Obdobje 1996-2000				
	31.12. 1996	31.12. 1997	31.12. 1998	31.12. 1999	31.12. 2000
Število kotirajočih delnic*	55	85	92	134	154
Tržna kapitalizacija, v mio SIT	124.990	315.945	483.037	919.692	1.138.431
Delež kapitalizacije delnic v lasti tujcev	-	10,30%	8,86%	7,98%	7,77%
Tržna kapitalizacija delnic*, kot delež BDP	4,90%	10,90%	15,30%	17,43%	20,90%
Borzni indeks SBI	1.183	1.405	1.706	1.806	1.808
Promet na vseh trgih LJSE, mrd SIT	67,1	87,6	133,7	265,7	269,6
Tržnost delnic**	0,54	0,28	0,28	0,30	0,21
	Obdobje 2001-2005				
	31.12. 2001	31.12. 2002	31.12. 2003	31.12. 2004	31.12. 2005
Število kotirajočih delnic*	156	139	136	142	118
Tržna kapitalizacija, v mio SIT	1.379.969	2.174.207	2.441.991	3.049.770	3.210.402
Delež kapitalizacije delnic v lasti tujcev	10,51%	19,68%	5,91%	4,47%	3,33%
Tržna kapitalizacija delnic*, kot delež BDP	20,70%	27,00%	25,35%	30,10%	25,90%
Borzni indeks SBI	2.152	3.340	3.932	4.904	4.630
Promet na vseh trgih LJSE, mrd SIT	348,6	481,0	340,2	396,7	-
Tržnost delnic**	0,28	0,23	0,11	0,13	0,14

\* brez investicijskih družb

\*\* izračunana kot količnik med letnim prometom na trgu in tržno kapitalizacijo na zadnji dan obdobja, brez upoštevanja delnic PID

Vir: spletne strani Ljubljanske borze, Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev 2000 in 2005, ATVP.

Vidimo, da je tržna kapitalizacija v celotnem obdobju 1996-2005 naraščala, podobno je bilo v letih 1996-2000 tudi s tržno kapitalizacijo delnic, izraženo kot odstotek BDP, medtem ko se je rast le-te v obdobju 2001-2005 ustavila in leta 2005 obrnila navzdol. Tržnost delnic, mera za likvidnost trga, v celotnem obdobju izkazuje trend upadanja. Zanimivo je, da se je delež kapitalizacije delnic v lasti tujcev po odpravi omejitev za tuje portfeljske naložbe v letu 2002<sup>34</sup> vsa nadaljnja leta zniževal. To verjetno kaže na to, da glavna ovira za večjo prisotnost tujcev na našem trgu kapitala niso administrativne ovire Banke Slovenije, ampak je trg kot tak, za tuje vlagatelje relativno nezanimiv.

Težave, ki trenutno pestijo naš sekundarni trg kapitala, pa so predvsem:

- visoka koncentracija prometa (2005: prvih 10 delnic ustvari 76,12% prometa);
- prevladujoč in naraščajoč delež svežnjev v prometu (2005: 68,5% prometa);
- velik delež prometa z vrednostnimi papirji zunaj organiziranega trga (2005: 57,6% prometa na organiziranem trgu);
- nepovezanost z drugimi trgi.

<sup>34</sup> Visok delež kapitalizacije delnic v lasti tujcev v letu 2002, je posledica prevzema Leka s strani Novartisa.

## 6.2.4 DAVČNA ZAKONODAJA

V Sloveniji se uporablja dvostopenjski davčni sistem, kjer so dividende (dobiček) obdavčene dvakrat. Najprej se dividende (dobiček) obdavčijo na ravni podjetja, nato pa še pri delničarju, ki jih prejme.

Obdavčitev na ravni podjetja je do 1.1.2005 urejal Zakon o davku od dobička pravnih oseb (ZDDPO) (Uradni list RS, št. 72/1993). V letu 2005 pa ga je nasledil Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (ZDDPO-1), (Uradni list RS, št. 40/2004).

ZDDPO je določal obdavčitev dobička v višini 25% (38. člen), vseboval pa je kar nekaj določb, ki so imele negativen vpliv na izplačilo dobička. Podjetje je lahko izkoristilo davčno olajšavo v višini 40% investiranega zneska v opredmetena osnovna sredstva (razen v osebna motorna vozila) in neopredmetena dolgoročna sredstva. Vendar pa podjetje, ki je to olajšavo izkoristilo, celotnega čistega dobička iz tega leta 5 let ni smelo razporediti med dividende, lahko pa ga je uporabilo za druge namene (povečanje osnovnega kapitala, rezerv, sklad lastnih delnic...) (39. člen). Prav tako se je podjetju priznala davčna olajšava v višini do 10% davčne osnove, če je oblikovalo investicijske rezerve za vlaganja v zgoraj naštetá sredstva (41. člen), kar znižuje dobiček in s tem pravno osnovo za dividende po ZGD. Dividende, ki jih je prejelo podjetje od druge pravne osebe v Sloveniji, in od katerih je bil plačan davek od dobička, pri prejemniku niso povečevale davčne osnove (32. člen). ZDDPO je tako močno spodbujal vlaganja, kar je samo po sebi zmanjševalo denarni tok na voljo za izplačilo dividend, poleg tega pa je še omejeval izplačilo dobička poslovnega leta, v katerem je podjetje izkoristilo investicijske olajšave.

ZDDPO-1, ki je v uporabi od 1.1.2005, določa obdavčitev dobičkov po stopnji 25% (53. člen). Osnovo za davek od dobička tvori dobiček poslovnega leta, korigiran za določene prihodke in odhodke (11. člen). Podjetja lahko izkoristijo tudi davčno olajšavo v višini 10% investiranega zneska v opremo (razen v osebna motorna vozila ter pohoštvo in pisarniško opremo brez računalniške opreme) in neopredmetena dolgoročna sredstva, kar je precej manj, kot je bilo določeno v prejšnjem zakonu o obdavčitvi dobičkov pravnih oseb (40%). Dodatna investicijska olajšava v višini 20% pa je odobrena za vlaganja v raziskave in razvoj (49. člen). V tem zakonu ni omejitev glede izplačevanja dobička poslovnega leta, v katerem je podjetje uveljavljalo olajšave, kot je bilo to določeno v prejšnjem zakonu. Dividende, ki jih prejme podjetje od druge pravne osebe, ne povečujejo davčne osnove, če:

- je prejemnik dividend najmanj 20% lastnik izplačevalca dividend;
- znaša čas lastništva najmanj 24 mesecev;
- je izplačevalec dividend zavezanec za davek, ter ni rezident države, kjer je splošna davčna stopnja obdavčitve dobička družb nižja od 12,5% (18. člen).

Obdavčitev dividend in kapitalskih dobičkov fizičnih oseb je do 1.1.2005 urejal Zakon o dohodnini (Zdoh), (Uradni list RS, št. 71/1993). V letu 2005 pa ga je nasledil Zakon o dohodnini (Zdoh-1), (Uradni list RS, št. 54/2004).

Zdoh je v 65. členu določal, da davčno osnovo tvorijo prejete dividende, povečane za akontacijo po Zakonu o davku od dobička pravnih oseb, ki jo plača podjetje, in zmanjšane za 40%. Kapitalski dobički so bili obdavčeni, če je med nakupom in prodajo vrednostnega papirja preteklo več kot tri leta (58. člen). Osnovo za davek je tvorila razlika med prodajno vrednostjo in valorizirano vrednostjo v času pridobitve (58. b člen). Do leta 1997 pa kapitalski dobički sploh niso bili obdavčeni (136. člen). Vidimo, da so bile v času uporabe Zdoh (1.1.1994 do 31.12.2004) dividende najprej bolj (do leta 1997), kasneje pa manj obdavčene kot kratkoročni kapitalski dobički (dobički ustvarjeni pred potekom 3 let od nakupa vrednostnega papirja). Stopnja obdavčitve je bila odvisna od davčnega razreda fizične osebe, ki je prejela dividende ali realizirala kapitalske dobičke.

Zdoh-1, ki je v uporabi od 1.1.2005 dalje, določa, da davčno osnovo tvorijo prejete dividende in njim podobni prejemki (79. in 80. člen). Davčno osnovo za kapitalske dobičke tvori razlika med vrednostjo kapitala ob odsvojitvi in vrednostjo kapitala ob pridobitvi (90. člen). Davčna stopnja za dividende po Zdoh-1 znaša 20% in se šteje kot dokončen davek.<sup>35</sup> Enako velja za kapitalske dobičke, le da se davčna stopnja s pretekom časa znižuje vsakih pet let lastništva kapitala in znaša po dopolnjenih (126.a člen):

- 5 letih lastništva kapitala: 15%;
- 10 letih lastništva kapitala: 10%;
- 15 letih lastništva kapitala: 5%;
- 20 ali več letih lastništva kapitala: 0%.

Po novi ureditvi so kapitalski dobički s pretekom časa manj obdavčeni kot dividende, stopnja davka pa je za vse posameznike enaka, ne glede na njihov dohodkovni položaj, kar je drugače kot v prejšnjem sistemu obdavčitve fizičnih oseb. Trenutna ureditev obdavčitve dividend in kapitalskih dobičkov fizičnih oseb je tako rahlo v prid kapitalskim dobičkom.

## **6.2.5 VPLIV POSEBNOSTI SLOVENSKEGA GOSPODARSKEGA PROSTORA NA POLITIKO DIVIDEND**

Za leta po končani formalni privatizaciji je v Sloveniji obstajalo več specifičnih dejavnikov, ki niso značilni za razvita tržna gospodarstva. Ti dejavniki so bili posledica

---

<sup>35</sup> Dokončnost (cedularnost) obdavčitve dividend in kapitalskih dobičkov je bila uvedena z Zakonom o spremembah in dopolnitvah Zakona o dohodnini (ZDoh-1D), (Uradni list RS, št. 115/2005) in je stopila v veljavo 1.1.2006. V letu 2005 je bila obdavčitev dividend in kapitalskih dobičkov urejena podobno kot v Zdoh.

posebnosti takratnega slovenskega gospodarskega prostora in so tako pozitivno kot negativno vplivali na višino izplačila dividend. Povzemamo po Ahačič (1998, str. 31) in jih prikazujemo v tabeli 11.

**Tabela 11: Poprivatizacijski dejavniki, ki so pozitivno ali negativno vplivali na višino dividend v Sloveniji**

Dejavniki za izplačilo visokih dividend	Dejavniki za izplačilo nizkih dividend
<ul style="list-style-type: none"> <li>• interesi zaposlenih, ki so sodelovali pri notranjem odkupu</li> <li>• zahteve pooblaščenih investicijskih družb in zahteve državnih skladov</li> <li>• razmere na trgu kapitala</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• položaj slovenskih podjetij</li> <li>• neustrezna struktura financiranja</li> <li>• omejene možnosti pridobitve zunanjih virov financiranja</li> <li>• interesi zaposlenih kot večinskih lastnikov</li> <li>• interesi menedžerjev kot velikih lastnikov</li> <li>• davčna zakonodaja</li> </ul>

Vir: Ahačič, 1998, str. 31.

Na višje izplačilo dividend so vplivali zaposleni, ki so sodelovali pri notranjem odkupu, saj so tako lahko financirali odkup delnic, ki so jih morali v petih letih v celoti odkupiti od Slovenske razvojne družbe. Drugi dejavnik so že prej omenjene zahteve pooblaščenih investicijskih družb in državnih skladov, ki so potrebovali dividende za pokrivanje svojih stroškov in zakonskih obveznosti. Z razmerami na trgu kapitala pa je mišljena presežna ponudba s strani "certifikatskih" lastnikov, ki je povzročala podcenjenost delnic. Podjetja naj bi pomagala dvigovati cene delnic z višjimi dividendami, tako naj bi znižala apetite po prodaji predvsem manj premožnim "certifikatskim" lastnikom in se ubranila morebitnih prevzemov ali nezaželenih sprememb lastniške strukture. Podjetja naj bi torej delovala kot nekakšni vzdrževalci trga za svoje delnice (Ahačič, 1998, str. 31,32).

Na nižje izplačilo dividend pa je v tistem času vplival položaj slovenskih podjetij, ki niso ustvarjala dovolj visokih dobičkov, hkrati velike potrebe po investicijah, preveč kratkoročno financiranje podjetij in omejene možnosti pridobivanja zunanjih virov financiranja. Prav tako so zaposleni, kjer so bili večinski lastniki, imeli interes za čim manjše izplačevanje dobičkov, vendar ne v smislu ohranjanja zadržanih dobičkov za investicije, temveč v smislu povečevanja plač. Interesi menedžerjev kot večinskih lastnikov so na prvi pogled podobni interesom zaposlenih kot večinskih lastnikov. Vendar je bistvena razlika v tem, da so se menedžerji zavzemali za nižje izplačilo dobičkov z namenom reinvestiranja. To je tudi razumljivo, saj so bili v njihovem primeru kapitalski dobički nižje obdavčeni kot dividende (predpostavljamo, da so se



menadžerji nahajali v višjih davčnih razredih). Na nižje izplačilo dividend pa je vplivala tudi davčna zakonodaja, ki je stimulirala visoka vlaganja podjetij, kar je v kombinaciji z omejenim dostopom do zunanjega financiranja pomenilo večji obseg financiranja z zadržanimi dobički (Ahačič, 1998, str. 33-36).

Velik vpliv zaposlenih na upravljanje v slovenskih podjetjih je v empirični raziskavi potrdil tudi Mramor (2000). Na vzorcu 50 pomembnih slovenskih podjetij – delniških družb je poskušal ugotoviti, kakšen je cilj poslovanja<sup>36</sup> (maksimizacija vrednosti podjetja, preživetja podjetja ali plač zaposlenih). V analizi je uporabil vprašalnik, namenjen finančnim direktorjem in računovodske podatke iz zaključnih računov za leto 1998. Ugotovil je, da so finančni direktorji bili mnenja, da politika dividend ne sme ogroziti predvidenih investicij podjetja, kar je bolj ali manj v nasprotju z neoklasično razlago.<sup>37</sup> Finančni direktorji pa so navajali tudi, da bi bilo ustrezno izplačati 31% dobička v obliki dividend, kar je precej primerljivo z razvitimi državami. Težava je samo v tem, da je bil v proučevanem obdobju čisti dobiček (osnova za izplačilo dividend) v povprečju izjemno nizek (2% glede na lastniški kapital). Mramor (2000) ugotavlja, da dividende, ki grede delničarjem, predstavljajo manjši del celotnega izplačila, ki ga sestavljajo tudi dodatne plače za zaposlene. Članek sklene z ugotovitvijo, da lahko z dokaj veliko gotovostjo sklenemo, da večina privatiziranih podjetij v Sloveniji pri svojih odločitvah o investiranju, financiranju in izplačilu dividend ne sledi cilju maksimiranja tržne vrednosti delnic, temveč jim je cilj predvsem maksimiziranje plač. To kaže na uveljavljanje interesov notranjih lastnikov in prelivanje dobičkov v plače, posledično nizke dividende in odzemanje dela dobička zunanjim lastnikom.

Mramor, Groznik in Valentinič (1999) ugotavljajo, da je bila v letih po končanem formalnem lastninjenju politika dividend v Sloveniji izredno pomembna, saj je bil čisti dobiček bolj ali manj edini vir prepotrebne "svežega" lastniškega financiranja podjetij. To je bila posledica takratnega položaja večine olastninjenih podjetij, ki so bila v fazi ali pa so prihajala v fazo večjih investicijskih vlaganj, da bi ujela korak s konkurenco in omejenega dostopa do lastniškega kapitala zaradi takratnih razmer na trgu kapitala.

Z zadržanim dobičkom kot virom financiranja pa sta bila povezana vsaj dva problema. Prvi se nanaša na dejstvo, da sektor gospodarstva v Sloveniji v tem obdobju skoraj ni imel čistega dobička, drugi problem pa so bile jasne zahteve zunanjih lastnikov po izplačilu čistega dobička v obliki dividend. Oba problema sta bila po mnenju avtorjev posledica neustreznega načina odprave družbene lastnine. Najprej so tu (v večini

---

<sup>36</sup> Neoklasična razlaga pravi, da je cilj poslovanja podjetja maksimizacija njegove tržne vrednosti, postkeynesianska, da je cilj podjetja maksimiranje verjetnosti dolgoročnega preživetja, razlaga delavskega podjetja pa za cilj poslovanja postavlja maksimiranje prihodkov zaposlenih (plač v širšem smislu).

<sup>37</sup> Tudi neoklasična razlaga pozna tako imenovano teorijo vrstnega reda (*ang. pecking order theory*), ki temelji na asimetričnih informacijah, in pravi, da se podjetja najprej financirajo z zadržanimi dobički, nato z zadolžitvijo in šele kasneje z novim lastniškim kapitalom.



podjetij) večinski notranji lastniki, ki so bili zaradi večine in povezanosti z upravo pri obvladovanju podjetja sposobni odvzeti premoženje zunanjim delničarjem, predvsem prek višjih plač in bonitet. To je bil pomemben faktor skoraj nikakršnega čistega dobička sektorja gospodarstva. Poleg tega pa sta zunanje delničarje zaradi različnih razlogov bistveno manj zanimali rast in razvoj podjetja kot tekoč denarni donos. Zato so se pri podjetjih, ki so ustvarjala čisti dobiček, praviloma izplačevale višje dividende, kot bi bilo z vidika razvoja podjetja smiselno (Mramor, Groznik in Valentinčič, 1999, str. 237).

Na podlagi zaključkov gornjih dveh raziskav lahko sklepamo, da so v letih po končanem formalnem lastninjenju negativni dejavniki prevladali in je bilo izplačilo v obliki dividend nižje kot v razvitejših tržnih gospodarstvih. To je predvsem posledica stanja v podjetjih, možnosti dostopa do zunanjih virov financiranja in relativno nizkega dobička, ki je osnova za izplačilo dividend, saj so bile izjave menedžerjev o ustrezni višini izplačanega dobička (Mramor, 2000) primerljive s praksami starejših tržnih gospodarstev. Podobne rezultate je v svoji anketi ugotovila tudi Trevnova (Treven, 1995). Tudi v njeni anketi so menedžerji napovedovali rast števila podjetij, ki bodo izplačevala dividende, hkrati pa rahel upad deleža izplačila čistega dobička iz 48,5% v letu 1995, na 42,8% v letu 1997. Hkrati avtorica ugotavlja, da menedžerji pričakujejo bistveno izboljšanje poslovanja in zaslužkov podjetij, kar bo pomenilo, da bo lahko dividende izplačevalo več podjetij, ob nižji stopnji izplačila dobička in višji dividendni donosnosti (Treven, 1995, str. 52).

V analizi delitve dobička slovenskih podjetij za leto 2002 pa Valentinčič (2004, str. 24) ugotavlja, da so pri delitvi dobička slovenska borzna podjetja postala primerljiva kontinentalnim kapitalističnim državam. V letu 2002 so slovenska nefinančna podjetja iz borzne kotacije v povprečju izplačala 34,8% čistega dobička v obliki navadnih dividend in nefinančna podjetja iz prostega trga 41,7%. Dividende so pomenile približno 2,3% celotne donosnosti.

**Tabela 12: Delež navadnih dividend v čistem dobičku, v izbranih državah\***

	Nemčija	Francija	Italija	Švica	VB	ZDA
Delež nav. dividend v čistem dobičku	28,9	28,0	13,8	23,6	24,5	44,8
Delež nav. dividend v tržni kapitalizaciji	2,2	2,4	n.p.	n.p.	2,7	1,5

\* Podatki se nanašajo na različna leta, avtor navaja leta 1998, 2002 in 2004, vendar ne pojasni, na katero državo ali leto se podatek nanaša.

Vir: Valentinčič, 2004, str. 24.

V tabeli 12 so prikazane stopnje izplačila čistega dobička v nekaterih tujih državah. Vidimo, da sta delež izplačanega čistega dobička in dividendna donosnost primerljivi s podjetji v državah tako imenovanega kontinentalnega sistema financiranja in upravljanja podjetij. Tudi po deležu podjetij, ki izplačujejo dividende, so slovenska podjetja podobna kontinentalnim. Dobička niso izplačevala le podjetja, kjer je lastništvo zelo koncentrirano in tista, ki niso bila preveč uspešna pri poslovanju (Valentinčič, 2004, str. 24).

Iz predstavljenega lahko sklepamo, da sta bila delež in višina čistega dobička, izplačanega v obliki dividend v slovenskih podjetjih, v obdobju po oblikovanju zasebne lastnine in trga kapitala nižja kot v starejših/razvitejših tržnih gospodarstvih. Politika dividend je bila podrejena predvsem politiki financiranja in investicijski politiki. Neizplačani dobički so ob neustrezno razvitem trgu kapitala v veliko primerih nadomestili zunanje financiranje podjetij. Vendar se je takšno obdobje relativno hitro končalo in že v letu 2002 opazamo, da so izplačila dividend slovenskih borznih družb zelo primerljiva z izplačili borznih družb kontinentalnih držav. Glede na nadaljnjo integracijo slovenskega gospodarstva v ekonomski prostor Evropske unije, vse večjo mednarodno konkurenco (ki pomeni večjo spremenljivost in nepredvidljivost poslovanja) ter spremembe v zakonodaji (ZGD-F), lahko v prihodnosti pričakujemo, da bodo tudi slovenska podjetja stremela k večji fleksibilnosti na področju izplačevanja dividend. Tako bomo v prihodnosti tudi v Sloveniji morda lahko videli večji poudarek na odkupu lastnih delnic kot alternativo ali pa dopolnilo denarni dividendi.

## **7 ANALIZA DELITVE DOBIČKA SLOVENSКИH PODJETIJ V OBDOBJU OD 1997 DO 2000**

V tem poglavju bomo analizirali delitev dobička v slovenskih delniških družbah z vidika višine izplačanega in v podjetju zadržanega čistega dobička tekočega leta. Analiza je zaradi razpoložljivosti podatkov omejena na obdobje od leta 1997 do leta 2000.

Cilj naše analize je ugotoviti, ali podatki, uporabljeni v tej analizi, potrjujejo ugotovitve, zapisane v prejšnjem poglavju in ali med podjetji, ki se razlikujejo po določenih značilnostih, kot so poreklo kapitala, tip lastnine, velikost podjetja, prisotnost na borzi in zadolženost, obstajajo razlike v višini izplačanega čistega dobička. To bomo poskusili ugotoviti z uporabo ustreznih statističnih metod, na podlagi podatkov, ki so jih morala podjetja sporočati za statistične namene, in s podatki o kotirajočih delnicah podjetij na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev. Poudariti je treba, da namen naše analize ni ugotoviti, kakšne bi bile optimalne politike dividend za slovenska podjetja, niti ne testiranje posameznih teorij, saj podatki, ki smo jih imeli na voljo, za kaj takega niso ustrezni.

## 7.1 UPORABLJENI PODATKI

Za potrebe analize delitve dobička smo uporabili statistične podatke APP, kot so na voljo v Podatkovno analitičnem središču Ekonomske fakultete (dalje PASEF) in tečajnice Ljubljanske borze. Podatkovna baza zajema statistične podatke tako za podjetja, ki so kotirala na Ljubljanski borzi, kot tudi za podjetja, ki niso kotirala na Ljubljanski borzi. Slednja v proučevanem obdobju predstavljajo veliko večino.

Posredovanje statističnih podatkov s strani podjetij je urejala Uredba o obveznosti posredovanja statističnih podatkov plačilnega prometa ter statističnih podatkov iz bilance stanja in bilance uspeha Agenciji Republike Slovenije za plačilni promet, nadziranje in informiranje (Uradni list RS, št. 8/1995 in 11/1995) ter Nacionalni program statističnih raziskovanj (Uradni list RS, št. 70/1997).

Na podlagi omenjenih pravnih aktov so morale pravne osebe, ki so vodile poslovne knjige in sestavljale letna poročila po ZGD, do 28. februarja tekočega leta predložiti statistične podatke iz bilance stanja in bilance uspeha za preteklo koledarsko leto. To pomeni, da predloženi podatki večinoma še niso bili revidirani. Med podatke niso vključeni podatki o poslovanju bank in zavarovalnic, določenih skladov (kot so Slovenski odškodninski sklad, Ekološko razvojni sklad RS, Sklad RS za razvoj malega gospodarstva, itd.), pooblaščenih investicijskih družb, kot tudi ne družb, ki so bile v stečajnem ali likvidacijskem postopku, saj so morale te pravne osebe podatke o poslovanju posredovati v drugačni obliki.

Statistični podatki APP vsebujejo tudi podatke iz izkaza uporabe dobička in izkaza kritja izgube. Za potrebe magistrskega dela je zanimiv predvsem izkaz uporabe dobička, ki je sestavljen iz podatkov, predstavljenih v tabeli 13.

**Tabela 13: Podatki v izkazu uporabe dobička iz obrazca H.57**

Postavka	Oznaka AOP
I. NERAZDELJENI ČISTI DOBIČEK IZ PREJŠNJIH LET	100
II. ČISTI DOBIČEK POSLOVNEGA LETA	101
III. SKUPAJ ČISTI DOBIČEK ZA DELITEV (103+104+107+108+109)	102
1. Del čistega dobička, razporejen za rezerve	103
2. Del čistega dobička, razporejen za izplačilo deležev v dobičku	104
2.1. – lastnikom	105
2.2. – delavcem	106
3. Del čistega dobička za nagrade poslovodstvu	107
4. Del čistega dobička razporejenega na druge sestavine kapitala	108
5. Nerazporejeni čisti dobiček	109

Vir: Obrazec H.57: Izkaz uporabe dobička za leto 199\_.

Za našo analizo je vsekakor ključen podatek pod oznako AOP 105, ki predstavlja del čistega dobička, ki se ga izplača kapitalu. Statistični podatki APP vsebujejo še nekatere

spremenljivke, ki opredeljujejo določene lastnosti gospodarskih družb, kot so velikost gospodarske družbe (definirana v skladu z ZGD), dejavnost podjetja, poreklo kapitala, tip lastništva, itd.

Za podatek o tem, ali so redne delnice podjetja kotirale na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev, smo uporabili tečajnice Ljubljanske borze za zadnje trgovalne dneve od leta 1996 do 2000. Da smo določeno podjetje opredelili kot prisotno na borzi v tekočem letu, je morala biti njegova redna delnica navedena na zadnji tečajnici tekočega leta in na zadnji tečajnici predhodnega leta. Tako smo v analizi za leto 1997 označili 42, za leto 1998 73, za leto 1999 86 in za leto 2000 120 podjetij, ki so kotirala na Ljubljanski borzi. Konkretna podjetja po posameznih letih proučevanega obdobja so navedena v Prilogi 1. V Prilogi 1 so navedene vse delnice družb, ki so kotirale na Ljubljanski borzi, statistični podatki APP pa so omejeni na nefinančne družbe.

### **7.1.1 PROUČEVANO OBDOBJE**

Pri analizi smo se omejili na obdobje do konca leta 2000. Ob noveli ZGD (ZGD-F) leta 2001 so bile uvedene določene spremembe v pravilih knjiženja poslovnih dogodkov, ki jih določajo Slovenski računovodski standardi 2001. Podjetja so morala poslovno leto 2002 beležiti že po novih računovodskih standardih. Posledično je Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve (dalje AJPES), naslednica APP, oblikovala nove obrazce za statistično spremljanje poslovanja podjetij.<sup>38</sup> Novi obrazci so izkaz uporabe dobička in izkaz kritja izgube nadomestili z izkazom bilančnega dobička. Ta pa izkazuje samo oblikovanje dobička, ki je na voljo za razdelitev (bilančni dobiček), ne pa tudi njegove uporabe. Ker pa podatkov za leto 2001 nikakor ni bilo moč pridobiti, je obdobje analize navzgor omejeno z letom 2000.

Leto 1997 je bilo kot začetno leto proučevanega obdobja izbrano iz naslednjih razlogov:

- v tem letu se je prvič, odkar so se zbirali podatki v takšni obliki, skupni čisti dobiček skoraj izenačil s skupno čisto izgubo (glej tabelo 14), kar pomeni, da je tudi število družb, ki so izpolnjevale zakonske pogoje za izplačilo dobička, naraslo;
- pred letom 1997 je bilo še veliko podjetij v postopku lastninskega preoblikovanja, kar je pomenilo, da so bile v družbeni lasti in dobička niso izplačevala;
- na tečajnici Ljubljanske borze so leta 1997 prvič zabeležena izplačila dividend podjetij, ki so kotirala na Ljubljanski borzi;

---

<sup>38</sup> Metodološko navodilo za predložitev letnih poročil in drugih podatkov gospodarskih družb in samostojnih podjetnikov posameznikov za leto 2002 (Uradni list RS, št. 87/2002).

- poleg tega so podatki iz izkaza uporabe dobička in izkaza kritja izgube pred tem letom slabe kakovosti (veliko podjetij ni poročalo, ni bilo izkušenj z delitvijo/uporabo dobička).

**Tabela 14: Neto dobiček oziroma izguba slovenskih gospodarskih družb v letih med 1994 in 2000**

	V mio SIT						
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Celotni dobiček / izguba	-24.922	-9.931	-42.136	17.861	60.962	150.859	156.395
Davek od dobička	11.554	15.006	18.281	21.729	24.426	31.339	38.876
Neto čisti dobiček / čista izguba poslovnega leta	-36.467	-24.937	-60.417	-3.868	36.536	119.520	117.520

Vir: Bednaš, 2001, str. 63.

### 7.1.2 PODROBNEJŠI OPIS SPREMENLJIVK

Statistični podatki iz bilance stanja in bilance uspeha so zbrani za nefinančne gospodarske družbe, ki so morale voditi poslovne knjige in sestavljati letna poročila po ZGD. Podatki vsebujejo podatke iz bilance stanja in bilance uspeha ter izkaza uporabe dobička. Zneski so v tisočih SIT. Natančen opis spremenljivk je prikazan v Prilogi 2. Spremenljivke *por* (Poreklo kapitala), *las* (Tip lastnine) in *vel* (Velikost družbe po ZGD) so nominalne spremenljivke. V tabeli 15 prikazujemo pomen vrednosti nominalnih spremenljivk *por*, *las* in *vel* in število gospodarskih družb v posamezni kategoriji po letih.

**Tabela 15: Pomen vrednosti nominalnih spremenljivk *por*, *las* in *vel* ter število gospodarskih družb v posamezni kategoriji po letih**

Spremenljivka		Leto			
		1997	1998	1999	2000
<b><i>por</i></b> <b>(vrednost)</b>	<b>Poreklo kapitala</b>				
0	Domači	33.763	34.430	34.302	33.144
1	Tuji	1.365	1.493	1.560	1.604
2	Mešani	1.584	1.621	1.658	1.538
ni podatka		5	41	33	1.409
<b><i>las</i></b> <b>(vrednost)</b>	<b>Tip Lastnine</b>				
1	Družbena	1.399	1.008	512	318
2	Zasebna	33.256	34.231	34.324	34.209
3	Zadružna	38	40	38	249
4	Mešana	1.972	2.222	2.486	2.381
5	Državna	52	84	183	189
6	Lokalna skupnost	0	0	10	53
ni podatka		0	0	0	296
<b><i>vel</i></b> <b>(vrednost)</b>	<b>Velikost po ZGD</b>				
1	Majhno	34.370	35.205	34.523	33.574
2	Srednje	1.478	1.575	2.143	1.886
3	Veliko	869	805	887	875
ni podatka		0	0	0	1.360
<b>Skupaj število družb</b>		<b>36.717</b>	<b>37.585</b>	<b>37.553</b>	<b>37.695</b>

Vir: Priloga 3, po statističnih podatkih PASEF.

Glede na to, da so v statističnih podatkih zajete vse oblike gospodarskih družb, kar vključuje tudi na primer družbe z omejeno odgovornostjo, gospodarsko interesno združenje, družbe z neomejeno odgovornostjo, komanditne družbe, zadruge z omejeno odgovornostjo itd., smo iz podatkov izločili vse družbe, ki niso delniške družbe, ki lahko edine od družb iz statističnih podatkov kotirajo na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev. Izločitev smo opravili s pregledom naziva družbe. Če naziv ni vseboval oznake d.d., je bila ta družba izločena iz podatkovne baze. Načeloma je tudi družba z omejeno odgovornostjo (dalje d.o.o.) kapitalna družba, tako kot delniška družba, vendar je predvsem v primeru manjših d.o.o.-jev vprašanje, če imajo oblikovano politiko dividend, kot je definirana v tem magistrskem delu. Postavlja pa se tudi vprašanje cilja poslovanja d.o.o.-ja z manjšim številom družbenikov, saj je precej verjetno, da je tu cilj maksimizacija premoženja družbenikov in ne družbe (pokrivanje osebnih stroškov družbenikov iz sredstev družbe in podobne alternativne oblike dividend).

V tabeli 16 prikazujemo število delniških družb po posameznih letih, razporejenih po skupinah vrednosti spremenljivk *por*, *las* in *vel*. Opozoriti moramo na dejstvo, da je preostalo število delniških družb manjše od celotnega števila delniških družb v originalni bazi podatkov. Razlog je v omejitvi dolžine polja z nazivom gospodarske

družbe. Družbe z nazivom, daljšim od 65 znakov, v bazi APP niso navedene s polnim nazivom, ki na koncu vsebuje tudi oznako pravne oblike gospodarske družbe. Družbe brez te oznake so bile brisane iz baze podatkov in med njimi so bile tudi delniške družbe.

**Tabela 16: Število delniških družb po posameznih letih, razporejenih po skupinah vrednosti spremenljivk *por*, *las* in *vel***

Spremenljivka		Leto								
		1997		1998		1999		2000		
		Št.	%	Št.	%	Št.	%	Št.	%	
<b><i>por</i></b> (vrednost)	<b>Poreklo kapitala</b>									
	0	Domači	959	95,6	1.052	95,8	1.072	96,4	947	96,1
	1	Tuji	8	0,8	9	0,8	7	0,6	5	0,7
	2	Mešani	36	3,6	37	3,4	33	3,0	31	3,2
	ni podatka		0		3		2		66	
<b><i>las</i></b> (vrednost)	<b>Tip Lastnine</b>									
	1	Družbena	185	18,4	145	13,2	55	4,9	27	2,6
	2	Zasebna	158	15,8	169	15,3	158	14,2	187	17,9
	3	Zadružna	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
	4	Mešana	644	64,2	769	69,8	832	74,7	763	72,9
	5	Državna	16	1,6	18	1,6	69	6,2	69	6,6
	6	Lokalna skupnost	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
ni podatka		0		0		0		3		
<b><i>vel</i></b> (vrednost)	<b>Velikost po ZGD</b>									
	1	Majhno	252	25,1	295	26,8	279	25,0	266	27,0
	2	Srednje	330	32,9	369	33,5	371	33,3	294	29,8
	3	Veliko	421	42,0	437	39,7	464	41,7	425	43,1
	ni podatka		0		0		0		64	
<b>Skupaj d.d.</b>		1.003		1.101		1.114		1.049		

Vir: Priloga 4, po statističnih podatkih PASEF.

Kot vidimo iz tabele 16, je število delniških družb po proučevanih letih razmeroma stabilno, z rahlim porastom v letu 1998 in rahlim padcem v letu 2000. Pri spremenljivki *por* (Poreklo kapitala) v vseh letih močno prevladuje domači kapital, ki se vsa leta vrti nekje pri 96% proučevanih družb. Tuji kapital je v vseh letih prisoten pri manj kot 1% družb, mešani kapital pa pri med 2,9 in 3,6% družb.

Če opazujemo porazdelitev družb glede na spremenljivko *las* (Tip lastnine), vidimo, da prevladuje mešana lastnina z odstotkom med 64,2 in 74,7, sledi ji zasebna z odstotkom družb med 14,2 in 17,9. Družbena lastnina z leti upada, z 18,4% v letu 1997, na 2,6% v letu 2000, državna pa naraste z 1,6% v letu 1997, na 6,6% v letu 2000. Tip lastnine zadružna ali lokalna skupnost med delniškimi družbami v proučevanem obdobju ni prisoten.



Porazdelitev družb po spremenljivki *vel* (Velikost po ZGD) je še najbolj enakomerna in tudi precej stabilna v vsem proučevanem obdobju. Odstotek majhnih družb se vrti okoli 26, srednjih okoli 32 in velikih okoli 42.

Ker nas zanima višina izplačila dobička, smo oblikovali novo spremenljivko, ki smo jo poimenovali *ddobička*. Prikazuje delež čistega dobička, ki ga podjetje izplača lastnikom. Izračunana je kot kvocient med spremenljivko *t105* (Del čistega dobička, razporejen za izplačilo deležev v dobičku lastnikom) in *t101* (Čisti dobiček poslovnega leta).

Ker se je v proučevanem obdobju dobiček delniških družb lahko izplačeval samo iz letnega čistega dobička in nerazporejenega dobička iz preteklih let in še to le po oblikovanju 10% rezerv, smo upoštevali tudi ti dejstvi in v bazi označili, ali podjetje tem pogojem zadošča ali ne.

Zato smo morali izračunati novo spremenljivko *rezerve*, ki je izračunana kot kvocient med višino rezerv in osnovnega kapitala ( $t024 / t022$ ) in spremenljivko *zakpog*, ki označuje zadostitev zakonskim pogojem.

Spremenljivki *zakpog* smo priredili vrednost 1, če je imelo podjetje na voljo čisti dobiček za delitev (spremenljivka  $t102 > 0$ ) in je imelo oblikovane rezerve vsaj v višini 10% osnovnega kapitala (spremenljivka *rezerve*  $\geq 0,1$ ). V nasprotnem primeru pa smo spremenljivki *zakpog* priredili vrednost 0.

## 7.2 HIPOTEZE

Eden od ciljev analize je tudi ugotoviti, ali na višino izplačila čistega dobička vplivajo poreklo kapitala, tip lastnine, velikost podjetja, prisotnost podjetja na borzi in zadolženost. Za vsako izmed naštetih lastnosti smo postavili tudi hipoteze, ki jih predstavljamo v nadaljevanju tega podpoglavja.

### 7.2.1 POREKLO KAPITALA

Kapital podjetja je v statističnih podatkih APP označen kot domač, tuj ali mešan. Tu predpostavljamo, da bo odstotek dobička, ki je namenjen izplačilu lastnikom, večji pri gospodarskih družbah z domačim kapitalom, kot pri družbah s tujim lastništvom, predvsem zaradi transfernih cen in s tem izogibanju plačila davka na dobiček. Za mešane družbe je višina izplačila verjetno odvisna od strukture lastništva (klientel) in podobne hipoteze ne moremo postaviti, saj je višina izplačila verjetno zelo različna od družbe do družbe.

### 7.2.2 TIP LASTNINE

Lastnina podjetja je v statističnih podatkih APP označena kot družbena, zasebna, združna, mešana, državna ali lastnina lokalne skupnosti. Tu predpostavljamo, da bo najvišji delež dobička izplačan zasebni lastniki. Vsi drugi tipi lastnine namreč poleg

maksimizacije vrednosti implicirajo tudi druge cilje obstoja gospodarske družbe, ki so lahko celo močnejši od cilja maksimizacije vrednosti.

### **7.2.3 VELIKOST**

Podjetje je v statističnih podatkih APP označeno kot majhno, srednje ali veliko, po kriterijih ZGD. Tu predpostavljamo, da bodo največ dobička izplačale velike, manj srednje in najmanj majhne gospodarske družbe. Vzrokov za tako hipotezo je več. Lahko jo utemeljujemo z "zrelostno" hipotezo politike dividend in z njo povezanimi večjimi potrebami po investicijah (relativno večje investicijske priložnosti s pozitivno neto sedanjo vrednostjo), prav tako z dostopnostjo do zunanjih virov financiranja, ki so bili v proučevanih letih dragi, in manjšim podjetjem težje dostopni kot velikim (Winterleitner, 2003a, 2003b). Tudi zgodovinski podatki iz ZDA pričajo o tem, da je med večjimi podjetji več izplačevalcev dividend kot med majhnimi (Fama in French, 2001, str. 73).

### **7.2.4 PRISOTNOST NA BORZI**

Tu predpostavljamo, da so podjetja, ki so kotirala na borzi, izplačevala višji delež dobička kot podjetja, ki na borzi niso kotirala. Podjetja, ki kotirajo na borzi, se gotovo bolj zavedajo potrebe po definiranju politike dividend družbe in njenega vpliva na ceno delnic in zaupanja vlagateljev v podjetje. Vsaj v začetku proučevanega obdobja naj bi obstajala presežna ponudba "certifikatskih" delnic in bi naj delnice bile podcenjene, podjetja pa naj bi pomagala zviševati cene delnic z višjimi dividendami (Ahačič, 1998, str. 32).

### **7.2.5 ZADOLŽENOST**

Tu predpostavljamo, da so podjetja z višjo stopnjo zadolženosti izplačevala nižji delež dobička kot podjetja z nižjo stopnjo zadolženosti. To lahko utemeljimo z v proučevanem obdobju relativno slabo razvitim primarnim trgom kapitala v Sloveniji, posledica katerega je odvisnost podjetij od financiranja z interno ustvarjenim lastniškim kapitalom ali dolžniškim kapitalom.

## **7.3 REZULTATI**

### **7.3.1 IZPLAČEVANJE DOBIČKA V SLOVENIJI, V OBDOBJU OD 1997 DO 2000**

Potem ko smo iz podatkovne baze APP izločili družbe, ki niso organizirane kot delniška družba, nas je zanimalo, koliko delniških družb je v posameznem letu proučevanega obdobja izpolnjevalo zakonske pogoje za izplačilo dobička. To prikazujemo v tabeli 17. Če bi namreč v nadaljnjo analizo izplačila dobička vključili tudi družbe, ki niso

izpolnjevale zakonskih pogojev za izplačilo dobička, bi bila analiza pristranska in bi se povprečni delež bolj približal 0, saj te družbe zaradi pravil ZGD niso smele izplačevati dividend.

**Tabela 17: Število in odstotek delniških družb, ki so izpolnjevale zakonske pogoje za izplačilo dobička, po posameznih letih obdobja 1997-2000**

Spremenljivka		Leto							
		1997		1998		1999		2000	
		Št.	%	Št.	%	Št.	%	Št.	%
<i>zakpog</i> (vrednost)	Zak. pogoji izpolnjeni								
0	ne	472	47,1	496	45,0	499	44,8	956	91,1
1	da	531	52,9	605	55,0	615	55,2	93	8,9
<b>Skupaj d.d.</b>		1.003		1.101		1.114		1.049	

Vir: Priloga 5, po statističnih podatkih PASEF.

Vidimo, da je v letih od 1997 do 1999 zakonske pogoje za izplačilo dobička izpolnjevalo več kot 50% proučevanih delniških družb, v letu 2000 pa je ta odstotek drastično padel na samo 8,9% vseh delniških družb ali samo 93 družb. Pri iskanju vzroka smo najprej pomislili na uskladitev (povečanje) osnovnega kapitala družb v skladu z Odlokom o uskladitvi tolarških zneskov v Zakonu o gospodarskih družbah (Uradni list RS, 32/98 in 37/98). Ta je določal, da je bilo potrebno osnovni kapital delniške družbe do 31.12.2001 povečati na najmanj 4.100.000 SIT iz prejšnjih 3.000.000 SIT. Posledično bi lahko bile rezerve družb, ki so povečale osnovni kapital, manjše od zakonsko predpisanih 10%. Vendar pa je bilo število delniških družb z osnovnim kapitalom manjšim od 4.100.000 SIT v letu 1999 samo 53, kar je bistveno premalo, da bi lahko povzročilo takšen padec.

Zato smo podrobneje pregledali podatke iz izkaza uporabe dobička in ugotovili, da so le-ti za leto 2000 izredno pomanjkljivi. Podatek o višini čistega dobička poslovnega leta v izkazu uporabe dobička namreč v veliko primerih ni bil enak podatku o višini čistega dobička poslovnega leta v izkazu uspeha. Izračunali smo novo spremenljivko *izkdob*, ki ima vrednost 1, če se je izkazani čisti dobiček tekočega leta iz izkaza uspeha (spremenljivka *t090*) ujema s čistim dobičkom tekočega leta, izkazanim v izkazu uporabe dobička (spremenljivka *t101*), in vrednost 0, če se ni. Kar 594 družb, ki so v letu 2000 izkazale čisti dobiček, v izkazu uporabe dobička pod spremenljivko *t101* ni izkazovalo enakega dobička. Za kar 593 od teh družb pa podatkov iz izkaza uporabe dobička sploh ni bilo na voljo. Ta napaka se je redkeje pojavljala v preostalih letih proučevanega obdobja. V letu 1997 je bilo takih družb 96, v letu 1998 85 in v letu 1999 95 (glej Prilogo 5). To pomeni, da bo proučevani vzorec delniških družb v letu 2000 bistveno manjši, kot v letih od 1997 do 1999.

Od vseh proučevanih družb je ZGD kršilo 5 družb, in sicer 2 v letu 1997, 2 v letu 1998 in ena v letu 1999 (glej Prilogo 5). Te družbe so izplačale dobičke lastnikom kljub temu, da niso imele oblikovanih rezerv v ustrezni višini. V nadaljevanju smo te družbe izpustili iz analize. Kolikšen delež čistega dobička tekočega leta so v povprečju izplačale družbe, ki so izpolnjevale zakonske pogoje za izplačilo dobička, prikazujemo v tabeli 18.

**Tabela 18: Delež čistega dobička tekočega leta, ki so ga v povprečju izplačale družbe, ki so izpolnjevale zakonske pogoje za izplačilo dobička, po posameznih letih obdobja 1997-2000**

Delež dobička, izplačan lastnikom	Leto opazovanja			
	1997	1998	1999	2000
Aritmetična sredina	0,063	0,056	1,467	0,127
N	474	536	537	75

Vir: Priloga 6, po statističnih podatkih PASEF.

Iz tabele 18 vidimo, da je povprečni delež, izplačan lastnikom, po letih precej različen. V letu 1998 se je malce znižal, v letu 1999 pa izredno poskočil glede na predhodno leto, saj je znašal kar 1,467, kar pomeni, da so proučevane družbe leta 1999 v povprečju izplačale lastnikom za 46,7% več dividend, kot pa so v tem letu ustvarile čistega dobička. Leta 2000 pa delež zopet pade na vrednost, ki je bolj primerljiva z vrednostma iz leta 1997 in 1998.

Opazimo lahko tudi, da je število družb, upoštevanih pri izračunu aritmetične sredine, manjše, kot pa je število družb, ki izpolnjujejo zakonske pogoje za izplačilo dobička iz tabele 17. Razlika se pojavi zato, ker so nekatere družbe izpolnjevale zakonske pogoje za izplačilo dobička, vendar v proučevanem letu niso izkazovale čistega dobička, kar se je seveda pri izračunu spremenljivke *ddobička* (delež čistega dobička izplačanega lastnikom) pokazalo kot manjkajoča vrednost.

Da bi ugotovili, zakaj je izračunana aritmetična sredina za leto 1999 tako visoka, smo pogledali ekstremne vrednosti spremenljivke *ddobička*. Rezultati so prikazani v Prilogi 7, v kateri vidimo, da se v letu 1999 pojavljata dve družbi z izjemno visokim deležem izplačila, in sicer v zapisu št. 3829 z vrednostjo 582,76 in v zapisu št. 4092 z vrednostjo 172,12. Po podrobnejšem pregledu teh dveh zapisov se je pokazalo, da sta družbi v letu 1999 dosegli izredno majhen dobiček, hkrati pa sta imeli precej zadržanih dobičkov preteklih let in sta jih delno tudi izplačali, kar se je seveda odrazilo v izjemno visoki vrednosti spremenljivke *ddobička*. Verjetno gre v teh dveh primerih za prvo izplačilo dividend iz zadržanih dobičkov več preteklih let. Ti družbi smo izključili iz nadaljnje analize. V tabeli 19 ponovno prikazujemo delež čistega dobička tekočega leta, ki so ga v povprečju izplačale družbe, ki so izpolnjevale zakonske pogoje za izplačilo dobička, po izločitvi ekstremnih vrednosti.

**Tabela 19: Delež in nekaj opisnih statistik za čisti dobiček tekočega leta, ki so ga v povprečju izplačale družbe, ki so izpolnjevale zakonske pogoje za izplačilo dobička, po posameznih letih, po izločitvi ekstremnih vrednosti**

Delež dobička, izplačan lastnikom	Leto opazovanja			
	1997	1998	1999	2000
Aritmetična sredina	0,063	0,056	0,062	0,127
Standardna napaka	0,016	0,017	0,018	0,096
Mediana	0,000	0,000	0,000	0,000
9. decil	0,000	0,000	0,000	0,000
Min	0,000	0,000	0,000	0,000
Max	4,698	7,391	6,397	7,079
N	474	536	535	75

Vir: Priloga 8, po statističnih podatkih PASEF.

Po izločitvi ekstremnih vrednosti se je povprečni delež čistega dobička, izplačanega kot dividende med leti 1997 in 1999, gibal med dobrih 5% in dobrih 6%, v letu 2000 pa se je podvojil na dobrih 12%. Iz podatkov v tabeli 19 in Priloge 8 vidimo, da se porazdelitev deleža izplačanega čistega dobička tekočega leta zelo močno gosti okoli vrednosti 0. Delež izplačanega čistega dobička je v primerjavi z drugimi tržnimi ekonomijami zelo nizek. V tabeli 20 prikazujemo podatke o deležu izplačanega čistega dobička borznih podjetij izbranih držav v obdobju 1990-2004.

**Tabela 20: Deleži izplačanega čistega dobička za izbrane države, v obdobju 1990-2004**

Država	Max	Statistika		
		Min	Arit. sred.	Mediana
ZDA	0,77	0,29	0,49	0,44
VB	0,83	0,45	0,61	0,60
Francija	0,57	0,32	0,44	0,44
Nemčija	0,48	0,21	0,32	0,31
Nizozemska	0,61	0,40	0,50	0,50
Švica	0,44	0,21	0,28	0,27
Japonska	0,52	0,26	0,39	0,38
Italija	0,69	0,25	0,46	0,49
Španija	0,55	0,31	0,42	0,42
Grčija	0,61	0,12	0,39	0,43
Portugalska	0,68	0,02	0,45	0,47

Vir: Gwilym et al., 2005, str. 24.

Vidimo, da je delež izplačil dobička slovenskih podjetij nižji od povprečja vseh držav, prikazanih v tabeli 20 in tudi nižji od minimalnega deleža v obdobju 1990-2004, razen za Grčijo in Portugalsko.

Delež družb, ki so dejansko izplačevale dobiček, je bil v obdobju 1997-2000 stabilen, vendar izredno majhen in znaša med 6,3% in 8,0% vseh družb, ki so izpolnjevale zakonske pogoje za izplačilo dobička (glej tabelo 21).

**Tabela 21: Število družb, ki so izpolnjevale zakonske pogoje za izplačilo dobička, in ga tudi izplačale, po posameznih letih obdobja 1997-2000**

	Leto opazovanja			
	1997	1998	1999	2000
Št. družb, ki so izplačale div.	32	34	36	6
% družb, ki so izplačale div.	6,8%	6,3%	6,7%	8,0%
Št. družb z izp. zak. pogoji	474	536	535	75

Vir: Priloga 9, po statističnih podatkih PASEF.

Za primerjavo naj povemo, da se je delež borznih podjetij v ZDA (brez upoštevanja finančnih in infrastrukturnih podjetij), ki so izplačevala dividende, v primerljivem obdobju gibal okrog 20% in je najnižji po letu 1978, ko je znašal 68,5% (Fama in French, 2001, str. 77).

Glede na zelo nizko število družb, ki so izplačevala dobičke v proučevanem obdobju, je povprečni delež izplačanega čistega dobička v družbah, ki so izplačale dobiček, relativno visok in znaša 0,939, 0,881, 0,916 in 1,583 za posamezna leta od leta 1997 do leta 2000 (glej Prilogo 9).

Povprečna vrednost izplačanega deleža čistega dobička je v vseh letih precej nižja, kot je mogoče pričakovati iz Mramor (2000). Finančni direktorji iz vzorca 77 podjetij so namreč kot smiseln odstotek dobička za izplačilo v povprečju navedli 31,8%. Še višje deleže navaja Trevnova (1995, Priloga, str. 6), kjer anketirani menedžerji za leto 1995 napovedujejo izplačilo 48,8% dobička, za leto 1996 41,6% in za leto 1997 42,8%. Tudi podatek o deležu izplačila čistega dobička, ki ga za borzne družbe v letu 2002 navaja Valentinčič (2004), je precej višji, in sicer znaša 36,3%.

Podobno je z deležem delniških družb, ki so dobičke tudi dejansko izplačevale. V analizi je delež zelo nizek in v nobenem letu ne presega 8%. V nasprotju s tem pa Trevnova (1995, Priloga, str. 6) navaja ocene menedžerjev, da naj bi v letu 1995 dividende izplačalo 37,5%, v letu 1996 56,3% in v letu 1997 kar 76,5% podjetij. Tudi delež borznih družb, ki so izplačale dividende iz dobička leta 2002, je bil precej višji in je znašal 52,0% (Valentinčič, 2004).

Izredno nizko število delniških družb, ki so izplačale dividende, in posledično tudi nizek delež izplačanega čistega dobička v obliki dividend nakazuje na to, da je obnašanje

slovenskih podjetij (delniških družb) v proučevanem obdobju skladno z ugotovitvami Prašnikar in Svejnar (1998), Mramor (2000), Mramor, Groznik in Valentinčič (1999). Dejstvo, da je delež izplačanega čistega dobička v podjetjih, ki so izplačila opravila, zelo visok, pa je skladno z ugotovitvami Prašnikar in Gregorič (1999) o zahtevah pooblaščenih investicijskih družb in državnih skladov po visokih izplačilih.

Takšni rezultati nakazujejo na možnost, da se je v proučevanem obdobju dejansko dogajalo to, kar ugotavlja Mramor (2000), da je bil v proučevanem obdobju pretežen cilj poslovanja maksimizacija plač in ne vrednosti podjetja in/ali so podjetja potrebe po svežem kapitalu v veliki meri zadovoljevale z zadržanimi dobički. Podjetja so tako izplačevala manjši delež čistega dobička, kot je to v navadi med borznimi družbami v ZDA in kontinentalnih državah.

Druga možnost je, da je morda izmerjena vrednost izplačil prenizka v primerjavi z dejansko izplačanimi dividendami. Vzrok temu bi lahko bil način zbiranja statističnih podatkov, ki je lahko povzročil pristranskost v smeri nizkega izplačila dobička. Proučevane gospodarske družbe so morale statistične podatke iz bilance stanja in iz bilance uspeha ter izkaza uporabe dobička posredovati do 28. februarja tekočega leta za poslovno leto, ki se je zaključilo 31.12. predhodnega leta. Lahko da do takrat uprave družb še niso izoblikovale predloga o delitvi dobička, o katerem je odločala skupščina in so pri posredovanih podatkih tisti del čistega dobička tekočega leta, ki se je dejansko izplačal delničarjem, prikazale pod postavko *t109* – Nerazporejeni čisti dobiček.

### **7.3.2 IZPLAČEVANJE DOBIČKA IN POREKLO KAPITALA**

Deleže izplačila čistega dobička glede na poreklo kapitala prikazujemo v tabeli 22. Iz tabele 22 vidimo, da v proučevanem obdobju nobena družba, ki je bila v tuji lasti, ni zajeta v analizi, saj nobena ni izpolnjevala zakonskih pogojev za izplačilo dobička. To bi lahko kazalo na to, da družbe s tujim kapitalom dejansko ne izplačujejo dobička, ker ga tudi ne ustvarjajo in ne oblikujejo rezerv in neizplačanega dobička, ki sta pogoj za izplačilo. Vendar pa glede na majhno število družb s tujim kapitalom v našem vzorcu (glej tabelo 16, str. 71), tega ne moremo trditi.



**Tabela 22: Deleži izplačila čistega dobička glede na poreklo kapitala, po posameznih letih obdobja 1997-2000**

Leto opazovanja	Poreklo kapitala	Arit. sredina	Std. napaka	N
1997	Domači	0,065	0,016	465
	Mešani	0,000	0,000	9
	Skupaj	0,063	0,016	474
1998	Domači	0,056	0,017	525
	Mešani	0,000	0,000	10
	Skupaj	0,055	0,017	535
1999	Domači	0,063	0,019	523
	Mešani	0,000	0,000	11
	Skupaj	0,062	0,018	534
2000	Domači	0,132	0,100	72
	Mešani	0,000	.	1
	Skupaj	0,130	0,098	73
Skupaj	Domači	0,064	0,011	1.585
	Mešani	0,000	0,000	31
	Skupaj	0,063	0,010	1.616

Vir: Priloga 10, po statističnih podatkih PASEF.

Družbe z mešanim kapitalom v vseh letih niso izplačale nič dobička, medtem ko so družbe z domačim kapitalom izplačale podoben odstotek dobička, kot je prikazano pri celotnem vzorcu v tabeli 19, kar je glede na število družb v tej skupini tudi razumljivo.

### **7.3.3 IZPLAČEVANJE DOBIČKA IN TIP LASTNINE**

Deleže izplačila čistega dobička glede na tip lastnine prikazujemo v tabeli 23. Če pogledamo celotno proučevano obdobje, potem najvišjo vrednost deleža izplačanega čistega dobička najdemo pri mešani lastnini, vendar ne odstopa dosti od tipov lastnine družbena in zasebna, pri tipu lastnine državna pa je delež izplačanega čistega dobička občutno nižji od ostalih. Zasebna lastnina je dosegla najvišji delež izplačanega dobička samo v enem letu, in sicer v letu 1997.

**Tabela 23: Deleži izplačila čistega dobička glede na tip lastnine, po posameznih letih obdobja 1997-2000**

Leto opazovanja	Tip lastnine	Arit. sredina	Std. napaka	N
1997	Družbena	0,075	0,043	90
	Zasebna	0,108	0,049	47
	Mešana	0,055	0,018	330
	Državna	0,000	0,000	7
	Skupaj	0,063	0,016	474
1998	Družbena	0,056	0,034	74
	Zasebna	0,046	0,023	53
	Mešana	0,058	0,021	400
	Državna	0,040	0,040	9
	Skupaj	0,056	0,017	536
1999	Družbena	0,000	0,000	21
	Zasebna	0,048	0,023	47
	Mešana	0,070	0,023	431
	Državna	0,014	0,014	36
	Skupaj	0,062	0,018	535
2000	Zasebna	0,019	0,016	29
	Mešana	0,208	0,166	43
	Državna	0,000	0,000	3
	Skupaj	0,127	0,096	75
Skupaj	Družbena	0,059	0,025	185
	Zasebna	0,058	0,016	176
	Mešana	0,067	0,013	1.204
	Državna	0,016	0,011	55
	Skupaj	0,063	0,010	1.620

Vir: Priloga 11, po statističnih podatkih PASEF.

Hipoteze, da bo največji delež čistega dobička izplačan pri zasebni lastnini, na podlagi gornjih podatkov torej ne moremo potrditi. Pri tem je potrebno zopet opozoriti na nelogičnost v podatkih, saj se pri družbeni lastnini v letih 1997 in 1998 pojavlja vrednost povprečno izplačanega čistega dobička, ki je večja od nič, čeprav podjetja v družbeni lasti niso smela izplačevati dobička, dokler se niso lastninsko preoblikovala. V letu 1999 te nekonsistentnosti ni zaslediti. Predvidevamo, da gre za napake (neažurnost glede spremembe statusa lastnine) v podatkih.

### **7.3.4 IZPLAČEVANJE DOBIČKA IN VELIKOST PODJETJA**

Deleže izplačila čistega dobička glede na velikost prikazujemo v tabeli 24.

**Tabela 24: Deleži izplačila čistega dobička glede na velikost, po posameznih letih obdobja 1997-2000**

Leto opazovanja	Velikost po ZGD	Arit. sredina	Std. napaka	N
1997	Majhno	0,160	0,078	52
	Srednje	0,052	0,022	148
	Veliko	0,051	0,020	274
	Skupaj	0,063	0,016	474
1998	Majhno	0,043	0,023	81
	Srednje	0,091	0,046	178
	Veliko	0,037	0,012	277
	Skupaj	0,056	0,017	536
1999	Majhno	0,142	0,094	71
	Srednje	0,081	0,032	177
	Veliko	0,030	0,016	287
	Skupaj	0,062	0,018	535
2000	Majhno	0,144	0,109	66
	Srednje	0,000	0,000	4
	Veliko	0,000	0,000	3
	Skupaj	0,130	0,098	73
Skupaj	Majhno	0,116	0,040	270
	Srednje	0,075	0,021	507
	Veliko	0,039	0,009	841
	Skupaj	0,063	0,010	1.618

Vir: Priloga 12, po statističnih podatkih PASEF.

Iz tabele 24 vidimo, da so v proučevanem obdobju v povprečju največji delež čistega dobička izplačale majhne družbe, sledijo srednje in potem velike. Tudi po posameznih letih proučevanega obdobja je porazdelitev podobna, razen v letu 1998, kjer so majhna podjetja v povprečju izplačala manjši delež dobička kot srednja, in leta 2000, kjer srednja in velika podjetja v povprečju niso izplačala nič dobička. Pri letu 2000 je potrebno opozorilo, saj so v izračun deleža zajeta samo 4 srednja in 3 velika podjetja, kar je zopet posledica pomanjkljivih podatkov iz izkaza uporabe dobička za leto 2000. Vendar pa se rezultat ne spremeni, tudi če iz analize izvzamemo leto 2000 (glej Prilogo 12).

Tudi tu hipoteze na podlagi gornjih podatkov ne moremo potrditi, podatki namreč nakazujejo ravno nasprotno, da so največje deleže čistega dobička v proučevanem obdobju izplačevala majhna podjetja, manj srednja in najmanj velika podjetja. Ti rezultati pa so tudi v nasprotju z "zrelostno" hipotezo, predstavljeno v točki 3.4.7. Vzrok bi lahko bil v tem, da je veliko lažje doseči koncentracijo lastništva v manjših podjetjih in so preko koncentracije lastništva pooblaščne investicijske družbe in državni skladi uveljavili svoje težnje po izplačilih dobičkov za namen pokrivanja svojih stroškov. Možno pa je tudi, da so manjša podjetja hitreje prešla fazo prestrukturiranja, medtem ko so velika podjetja v obdobju analize v povprečju še vedno potrebovala velike investicije za potrebe prestrukturiranja.

### 7.3.5 IZPLAČEVANJE DOBIČKA IN PRISOTNOST PODJETIJ NA BORZI

Da smo podjetje označili kot prisotno na borzi, so morale njegove delnice kotirati na borzi vse leto. Pri tem nismo ločevali med podjetji borzne kotacije in podjetji prostega trga. Posamezne družbe, ki so zadostile tem pogojem, so prikazane v Prilogi 1. Število prisotnih družb na borzi in kot takih označenih v naši podatkovni bazi, prikazujemo v tabeli 25.

**Tabela 25: Število vseh delniških družb, prisotnih na Ljubljanski borzi in število takih družb v podatkovni bazi, po posameznih letih obdobja 1997-2000**

	Leto opazovanja			
	1997	1998	1999	2000
Število prisotnih družb na borzi	42	73	86	120
Število družb, označenih v podatkovni bazi	37	68	80	115

Vir: Prilogi 1 in 13, tečajnice Ljubljanske borze, statistični podatki PASEF.

Opozoriti moramo, da so v Prilogi 1 prikazane vse delnice družb, ki so kotirale na Ljubljanski borzi, statistični podatki APP pa so omejeni na nefinančne družbe, zato je število družb, označenih kot prisotnih na Ljubljanski borzi v podatkovni bazi manjše, kot pa kažejo tečajnice Ljubljanske borze.

Delež izplačila čistega dobička glede na prisotnost na borzi prikazujemo v tabeli 26.

**Tabela 26: Deleži izplačila čistega dobička glede na prisotnost na borzi, po posameznih letih obdobja 1997-2000**

Leto opazovanja	Prisotnost na borzi	Arit. sredina	Std. napaka	N
1997	Ne kotira	0,065	0,017	452
	Kotira	0,027	0,027	22
	Skupaj	0,063	0,016	474
1998	Ne kotira	0,057	0,018	487
	Kotira	0,048	0,042	49
	Skupaj	0,056	0,017	536
1999	Ne kotira	0,056	0,018	480
	Kotira	0,109	0,084	55
	Skupaj	0,062	0,018	535
2000	Ne kotira	0,130	0,098	73
	Kotira	0,000	0,000	2
	Skupaj	0,127	0,096	75
Skupaj	Ne kotira	0,063	0,011	1.492
	Kotira	0,070	0,040	128
	Skupaj	0,063	0,010	1.620

Vir: Priloga 13, tečajnice Ljubljanske borze, statistični podatki PASEF.

Iz tabele 26 vidimo, da so v obdobju 1997-2000 v povprečju malo večji delež čistega dobička izplačale družbe, ki so kotirale na borzi, in sicer 7% čistega dobička, medtem ko so ga družbe, ki niso kotirale, v povprečju izplačale 6,3%.

Če pa pogledamo višino izplačanega čistega dobička glede na prisotnost na borzi po posameznih letih, vidimo, da je izplačani delež čistega dobička za družbe, katerih delnice kotirajo na borzi, večji od tistih, katerih ne, le v letu 1999, v ostalih letih pa je nižji. Testirali smo razlike med povprečnima vrednostma za posamezni spremenljivki in v nobenem letu nismo mogli zavrnila ničelne domneve, da sta povprečni vrednosti enaki (enako velja za celotno obdobje, glej Prilogo 13). Tudi v primeru prisotnosti na borzi tako ne moremo potrditi hipoteze, da podjetja, ki so prisotna na borzi, izplačujejo večji delež čistega dobička lastnikom.

Delež izplačanega dobička družb, ki so kotirale na borzi, je v povprečju v proučevanem obdobju izredno nizek v primerjavi s podatki za leto 2002 (Valentinčič, 2004). V tem letu so namreč družbe iz borzne kotacije v povprečju izplačale 34,8% čistega dobička, družbe iz prostega trga pa 41,7%. Ti podatki so bili zbrani neposredno iz letnih poročil in skupščinskih sklepov, objavljenih na informacijskem sistemu Ljubljanske borze. Glede na tako velik skok pri izplačilih je moralo priti v letu 2002 do bistvenih sprememb v politiki dividend borznih družb, v primerjavi z leti 2000 in 1999, kar je težko verjeti. Druga možna razlage je, da so podatki, uporabljeni v naši analizi, pristranski in podcenjujejo dejansko višino izplačil dividend. To bi se lahko dogajalo, če so podjetja pri posredovanju statističnih podatkov APP tudi del dobička, ki so ga kasneje izplačala lastnikom, označila kot da gre za nerazporejeni dobiček, kar je glede na rok oddaje podatkov in relativno kratko zgodovino izplačil dividend povsem realna možnost.

### 7.3.6 IZPLAČEVANJE DOBIČKA IN ZADOLŽENOST PODJETIJ

Pri vplivu zadolženosti na višino izplačila dobička smo predpostavili, da bo najvišji delež dobička izplačan pri družbah z najnižjo stopnjo zadolženosti in najmanjši pri družbah z najvišjo stopnjo zadolženosti. Za potrebe te primerjave smo ustvarili novo spremenljivko *dolg*, ki predstavlja zadolženost podjetja. Izračunana je kot:

$$(t031 \text{ (C. DOLGOROČNE OBVEZNOSTI)} + t034 \text{ (II. Kratkoročne obveznosti iz financiranja)}) / t036 \text{ (E. OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV (021 + 030 do 032 + 035))}$$

Ker v statističnih podatkih APP dolgoročne obveznosti niso razdeljene na finančne in poslovne, smo predpostavili, da je večina dolgoročnih obveznosti sestavljena iz finančnih dolgoročnih obveznosti.

Družbe smo po letih razvrstili v 3 range, glede na velikost spremenljivke *dolg*. Ker so družbe iz zelo različnih panog, nismo mogli postaviti neke mejne vrednosti, pri kateri bi lahko družbe razvrstili v določen rang. Vrednosti spremenljivke *dolg* smo zato po letih razvrstili v 3 kvantilne range, ki smo jih zapisali v novo spremenljivko *ndolg*. Rezultate rangiranja prikazujemo v tabeli 27.

**Tabela 27: Rezultati rangiranja družb glede na stopnjo zadolženosti (vrednost spremenljivke *dolg*), po posameznih letih obdobja 1997-2000**

Rang zadolženosti	Statistika	Leto opazovanja			
		1997	1998	1999	2000
Nizka zadolženost	N	333	367	371	349
	Max	0,03	0,03	0,03	0,04
	Min	0,00	0,00	0,00	0,00
	Arit. sredina	0,01	0,01	0,01	0,01
Srednja zadolženost	N	334	367	372	350
	Max	0,19	0,18	0,18	0,19
	Min	0,03	0,03	0,03	0,04
	Arit. sredina	0,10	0,10	0,10	0,11
Visoka zadolženost	N	334	367	371	349
	Max	5,36	6,26	86,70	5,05
	Min	0,19	0,18	0,18	0,19
	Arit. sredina	0,46	0,45	0,64	0,45

Vir: Priloga 14, po statističnih podatkih PASEF.

Delež izplačila čistega dobička glede na zadolženost, izraženo s spremenljivko *ndolg*, prikazujemo v tabeli 28.

**Tabela 28: Deleži izplačila čistega dobička glede na zadolženost, po posameznih letih obdobja 1997-2000**

Leto opazovanja	Rang zadolženosti	Arit. sredina	Std. napaka	N
1997	Nizka zadolženost	0,085	0,031	188
	Srednja zadolženost	0,060	0,026	174
	Visoka zadolženost	0,031	0,013	112
	Skupaj	0,063	0,016	474
1998	Nizka zadolženost	0,043	0,014	204
	Srednja zadolženost	0,094	0,044	190
	Visoka zadolženost	0,023	0,010	142
	Skupaj	0,056	0,017	536
1999	Nizka zadolženost	0,124	0,047	195
	Srednja zadolženost	0,030	0,016	185
	Visoka zadolženost	0,021	0,008	155
	Skupaj	0,062	0,018	535
2000	Nizka zadolženost	0,028	0,025	43
	Srednja zadolženost	0,518	0,471	15
	Visoka zadolženost	0,032	0,027	17
	Skupaj	0,127	0,096	75
Skupaj	Nizka zadolženost	0,080	0,018	630
	Srednja zadolženost	0,074	0,022	564
	Visoka zadolženost	0,025	0,006	426
	Skupaj	0,063	0,010	1.620

Vir: Priloga 15, po statističnih podatkih PASEF.

Iz tabele 28 vidimo, da v celotnem proučevanem obdobju podatki nakazujejo skladnost s hipotezo, da bolj zadolžene družbe izplačujejo manjši delež čistega dobička. Razlika med višino deleža izplačanega čistega dobička pri družbah z nizko zadolženostjo in srednjo zadolženostjo je zelo majhna in tudi ni statistično značilna (glej Prilogo 15), medtem ko je razlika med višino deleža izplačanega čistega dobička pri družbah z visoko zadolženostjo in ostalimi družbami statistično značilna (glej Prilogo 15).

Če pogledamo rezultate po posameznih letih proučevanega obdobja, vidimo, da je nakazana skladnost s postavljeno hipotezo v letih 1997 in 1999, medtem ko so povprečne vrednosti izplačanega deleža čistega dobička v letih 1998 in 2000 v nasprotju s postavljeno hipotezo. Vzrok je morda v izbranem načinu rangiranja, kjer smo podjetja enakomerno porazdelili v tri skupine. Verjetno je zadolženost v 2. skupini (srednja zadolženost) še vedno tako nizka, da nima posebnega vpliva na višino izplačila dividend.

## 7.4 RAZPRAVA

Povprečni delež čistega dobička, izplačanega kot dividende, se je med leti 1997 in 1999 gibal med dobrih 5% in dobrih 6%, v letu 2000 pa se je podvojil na dobrih 12%, porazdelitev deleža izplačanega čistega dobička tekočega leta pa se je zelo močno gostila okoli vrednosti 0. Takšne deleže lahko v primerjavi z drugimi državami označimo za zelo nizke (glej tabelo 20, str. 76).

Delež družb, ki so izpolnjevale zakonske pogoje za izplačilo dobička in so tudi dejansko izplačevale dobiček, je stabilen, vendar izredno majhen in znaša med 6,3% in 8,0% vseh družb, ki so izpolnjevale zakonske pogoje za izplačilo dobička. To je 3 do 4 krat manj kot v primerljivem obdobju v ZDA (Fama in French, 2001).

Za družbe, ki so izplačevala dobičke v proučevanem obdobju, je povprečni delež izplačanega čistega dobička relativno visok in znaša 93,9%, 88,1%, 91,6% in 158,3% po posameznih letih v obdobju 1997-2000.

Zelo nizek povprečni delež izplačanega čistega dobička pri družbah, ki so zadostile zakonskim pogojem za izplačilo dobička, in zelo visok delež pri družbah, ki so dividende dejansko izplačale, nakazujeta na to, da je bilo obnašanje slovenskih podjetij v proučevanem obdobju še vedno precej drugačno kot v drugih kontinentalnih kapitalističnih gospodarstvih. Nizek odstotek družb, ki so zadostile zakonskim pogojem za izplačilo dobička, je skladen s tezo, da je bil pretežen cilj poslovanja maksimizacija plač in ne vrednosti podjetja (Mramor, 2000). Takšni rezultati še vedno kažejo na pojav "employeezma", ki sta ga Prašnikar in Svejnar (1998) zaznala med slovenskimi podjetji v letih 1991-1995. Relativno nizka izplačila dividend med družbami, ki so zadostila zakonskim pogojem za izplačilo dobička, pa lahko razlagamo z:

- velikimi potrebami podjetij po investicijah;
- relativno dragimi in težje dostopnimi viri zunanjega financiranja;



- davčno zakonodajo, ki je močno spodbujala investicije.

Visoki deleži izplačanega čistega dobička pri družbah (v povprečju od 88 do 158% po posameznih letih proučevanega obdobja), ki so dividende dejansko izplačala, pa so v skladu z ugotovitvami Prašnikar in Gregorič (1999) o težnji pooblaščenih investicijskih družb in državnih skladov po razdelitvi ustvarjenega dobička.

Čeprav se rezultati naše analize skladajo z ugotovitvami drugih raziskovalcev, je treba opozoriti, da uporabljeni statistični podatki zelo verjetno niso nepristranska ocena višine izplačanih čistih dobičkov lastnikom in podcenjujejo višino dejansko opravljenih izplačil. Povod za to trditev so ugotovljene neskladnosti v podatkih (neusklajenost podatkov iz bilance uspeha in izkaza uporabe dobička ter prikazana izplačila dobičkov lastnikom v družbah, ki so imele tip lastnine označen kot družbena lastnina), veliko odstopanje rezultatov analize od ugotovitev o izplačilih dobička borznih družb za leto 2002 (Valentinčič, 2004), ter predvsem način zbiranja statističnih podatkov APP. Ta je zahteval opredelitev višine izplačila čistega dobička zelo hitro po zaključku poslovnega leta (vsekakor pred dejansko potrditvijo višine izplačila s strani skupščine delničarjev).

Pri preverjanju hipotez smo lahko potrdili samo hipotezo o vplivu zadolženosti na višino izplačanega čistega dobička podjetij ter pogojno (premajhen vzorec) tudi hipotezo o vplivu porekla kapitala na višino izplačanega čistega dobička podjetij. Hipotez o vplivu tipa lastnine, velikosti podjetja in prisotnosti podjetja na borzi na višino izplačanega čistega dobička, nismo mogli potrditi. Pokazalo se je, da so največji delež čistega dobička izplačala podjetja z mešano lastnino, majhna podjetja in da podjetja, katerih delnice so kotirale na borzi, niso izplačevala več čistega dobička kot ostala podjetja.

## 8 SKLEP

Politika dividend je ena izmed finančnih politik podjetja in se od vseh finančnih politik najbolj neposredno dotika lastnikov podjetja – delničarjev. Vsako leto se morajo vodstva delniških družb odločiti, koliko ustvarjenega dobička tekočega leta in preteklih let zadržati v podjetju in koliko ga izplačati. Te odločitve imenujemo politika dividend.

Dividende se lahko izplačujejo v več oblikah. Najpogosteje se izplačajo v obliki denarne dividende. Alternativni načini pa so dividende v obliki delnic, cepitev delnic, pogodbe o reinvestiranju dividend in odkupi lastnih delnic. Ti so v zadnjih dveh desetletjih med menedžerji v ZDA zelo priljubljeni, saj omogočajo veliko večjo fleksibilnost kot klasična denarna dividenda.

Če predpostavimo, da je cilj poslovanja podjetja maksimizacija njegove vrednosti, potem je eno izmed ključnih vprašanj pri določanju politike dividend, kako bo le-ta vplivala na vrednost podjetja. Osnovno spoznanje, ki ga ponuja teorija na področju politike dividend je, da v razmerah popolnega trga kapitala, kjer zanemarimo vpliv davkov, transakcijskih stroškov in nepopolnih/asimetričnih informacij, politika dividend

ne vpliva na vrednost podjetja. Po tej teoriji podjetjem ni potrebno skrbeti glede optimalne politike dividend. Tej teoriji pa nasprotujeta teoriji "vrabca v roki" in teorija davčne preference. Prva, tradicionalna in najstarejša izmed teorij politike dividend, trdi, da višji deleži izplačila dobička delničarjem povečujejo vrednost podjetja, ker naj bi vlagatelji imeli raje dividende, ki so gotove, kot pa negotove dobičke. Teorija davčne preference pa poudarja vpliv davkov na donosnost naložbe. Najboljši način prenosa denarja iz podjetja na njegove lastnike (delničarje) je tisti, pri katerem so lastniki podvrženi najmanjšemu obdavčenju. To pomeni, da dokler so dividende bolj ali enako obdavčene kot kapitalski dobički (v večini davčnih sistemov je tako), naj podjetja izplačujejo najmanjše možne dividende, če želijo maksimirati vrednost podjetja.

Pri oblikovanju politike dividend posameznega podjetja igrajo veliko vlogo še drugi faktorji, ki jih zgoraj opisane teorije ne vključujejo in so se zato v zvezi z njimi razvile dodatne razlage ali dopolnila gornjih teorij. Predvsem lahko tu omenimo informacijsko vsebino dividend, tipe vlagateljev z različnimi želenimi višinami dividend in vpliv dividend na zmanjšanje stroškov nadzora, ki ga lastniki izvajajo nad delom menedžerjev.

Politika dividend je eno izmed mlajših področij finančne teorije in dokončnega soglasja o optimalni politiki dividend, ki bi maksimirala vrednost podjetja, še ni. Trenutno še nobena izmed teorij/razlag politike dividend z empiričnimi raziskavami ni bila zadovoljivo potrjena kot najboljša. Pri empiričnem testiranju teorij je namreč zelo težko ločiti vpliv politike dividend od drugih dejavnikov, ki vplivajo na vrednost delnice. Tako obstajajo raziskave, ki določeno teorijo potrjujejo, in druge, ki jo zavračajo.

Glede na to, da ne obstaja teoretična razlaga politike dividend, ki bi bila potrjena kot najboljša, je razumljivo, da se v praksi pri izplačevanju dividend uporablja zelo veliko različnih politik dividend. Najpogosteje se uporablja politika glajenega deleža pri razporejanju dobička, kjer podjetja izoblikujejo ciljni dolgoročni delež izplačila čistega dobička. Spremembe v višini dividend so posledice sprememb v višini predvidenih, dolgoročnih čistih dobičkov. Menedžerji gladijo dividende, kar pomeni, da enkratna nihanja v čistem dobičku ne vplivajo na višino dividend. Druge, v praksi pogoste uporabljene politike dividend, so:

- politika majhnih dividend z občasnim povečanjem dividend;
- politika preostalega dobička;
- politika stabilnih, napovedanih dividend.

Na politiko dividend vsekakor vpliva tudi institucionalno okolje, v katerem podjetja poslujejo. Za slovenski gospodarski prostor v drugi polovici devetdesetih let lahko ugotovimo, da se je v marsičem razlikoval od razvitejših/starejših tržnih ekonomij. Razlike so posledice procesa tranzicije iz socialističnega samoupravljanja v kapitalistično gospodarstvo. Najpomembnejši proces v okviru tranzicije je bil proces lastninskega preoblikovanja podjetij iz družbene v zasebno lastnino. V tem obdobju je bilo v slovenskem gospodarskem prostoru več specifičnih dejavnikov, ki so vplivali na politiko dividend.

V skupini dejavnikov, ki so spodbujali večje izplačilo dividend, najdemo predvsem interese zaposlenih, ki so sodelovali pri notranjem odkupu delnic, zahteve po izplačilih dividend s strani pooblaščenih investicijskih družb in državnih skladov in razmere na trgu kapitala, ki je bil v tem obdobju še precej nerazvit in so bile delnice zaradi presežne ponudbe podcenjene. Podjetja naj bi z višjimi dividendami pomagala dvigovati cene delnic.

Na višino dividend pa so negativno vplivali predvsem položaj slovenskih podjetij, neustrezna struktura financiranja, omejene možnosti pridobitve zunanjih virov, interesi zaposlenih kot večinskih lastnikov, menedžerjev kot velikih lastnikov in davčna zakonodaja. Večina slovenskih podjetij je bila v tistem času v fazi prestrukturiranja in jim položaj ni omogočal izplačevanja dividend, bila so financirana s prevelikim deležem kratkoročnih dolgov. Večina podjetij je iz lastninjenja izšlo kot zaprte delniške družbe in so se lažje financirale iz zadržanih dobičkov kot pa z zunanjimi viri financiranja. Zelo močan negativen vpliv na izplačevanje dobičkov so imeli zaposleni v podjetjih, kjer so bili večinski lastniki. Ta položaj jim je omogočal prisvajanje dela novo ustvarjene vrednosti v obliki plač, nagrad in raznih drugih stroškov. Nekateri avtorji govorijo o tako imenovanem "employeezmu", nekateri pa ugotavljajo, da je bil celo cilj poslovanja v veliko primerih predvsem maksimizacija plač zaposlenih. V podjetjih, kjer so večinski delež lastništva obvladovali menedžerji, pa se je večina dobičkov namenila za investicije in financiranje bodoče rasti podjetja. K temu pa je pripomogla tudi davčna zakonodaja, ki je pri davku iz dobička omogočala velike investicijske olajšave, ter osebni davki, ki so poznali oprostitev za kapitalske dobičke, če je med prodajo in nakupom podjetja preteklo več kot 3 leta, do leta 1997 pa kapitalski dobički sploh niso bili obdavčeni.

Zadnje poglavje vsebuje analizo delitve dobička slovenskih delniških družb v obdobju 1997-2000. Uporabili smo podatke iz bilance stanja, bilance uspeha in izkaza uporabe dobička, ki so jih podjetja morala posredovati Agenciji Republike Slovenije za plačilni promet za statistične namene.

Analiza je pokazala, da je bil povprečni delež izplačanega čistega dobička zelo nizek, porazdelitev deleža izplačanega čistega dobička tekočega leta pa se je zelo močno gostila okoli vrednosti 0. Tudi delež družb, ki so izplačevale dobiček, je bil zelo nizek, saj je bil 3 do 4 krat nižji kot v enakem obdobju v ZDA. Povprečni delež izplačanega čistega dobička za družbe, ki so dobičke izplačevale, pa je bil zelo visok. Povzamemo lahko, da je dobičke izplačevalo zelo malo podjetij, ta pa so v povprečju izplačala izjemno visok odstotek čistega dobička tekočega leta.

Rezultati analize tako kažejo, da je bilo v proučevanem obdobju obnašanje slovenskih podjetij pri uporabi ustvarjenega dobička še vedno precej drugačno kot v starejših tržnih gospodarstvih, kot so ZDA, Velika Britanija, Francija, Nemčija, Nizozemska, Švica, Italija. Rezultati so skladni z ugotovitvami drugih avtorjev o tako imenovanem "employeezmu" in maksimizaciji plač kot pretežnemu cilju poslovanja proučevanih podjetij ter zadržanimi dobički kot zelo pomembnemu viru financiranja. Visoki deleži

izplačanega čistega dobička pri družbah, ki so izplačila opravila, pa so skladni z ugotovitvami Prašnikar in Gregorič (1999) o težnji pooblaščenih investicijskih družb in državnih skladov po razdelitvi ustvarjenega dobička v proučevanem obdobju. Kljub skladnosti rezultatov analize z ugotovitvami drugih raziskovalcev, je potrebno opozoriti, da obstaja velika možnost, da smo z uporabljenimi statističnimi podatki prenizko ocenili višino izplačanih čistih dobičkov lastnikom. Razlog je predvsem v načinu zbiranja podatkov, ki so bili posredovani pred dejansko potrditvijo višine dividend s strani skupščin delniških družb.

Glede na rezultate naše analize, politike dividend slovenskih podjetij v obdobju 1997-2000 še ne moremo primerjati s politiko dividend podjetij v razvitejših tržnih ekonomijah. Že v letu 2002 pa je bil delež izplačanega čistega dobička slovenskih borznih družb v povprečju podoben deležu izplačanega čistega dobička borznih družb v kontinentalnih kapitalističnih gospodarstvih. Z vse večjo gospodarsko integracijo Slovenije v evropski prostor pa lahko pričakujemo še večjo podobnost. V prihodnosti lahko pri slovenskih borznih družbah pričakujemo več odkupov lastnih delnic. Ti jim bodo namreč omogočili večjo finančno fleksibilnost v vse bolj nepredvidljivem in konkurenčnem gospodarskem okolju. Predvidevamo, da se bodo uporabljali samo kot dopnilo ali nadomestilo višanju denarne dividende, saj bi bilo popolno nadomestilo denarne dividende z odkupom lastnih delnic verjetno kaznovano z znižanjem vrednosti delnice.

## LITERATURA

1. Ahačič M.: Diplomsko delo. Politika dividend v teoriji in praksi. Ljubljana, Ekonomska fakulteta, maj 1998. 45 str.
2. Aharony J., Swary S.: Quarterly Dividend And Earnings Announcements and Stockholders Returns: An Empirical Analysis. *Journal of Finance*, 35 (1980), 1, str. 1-12.
3. Allen F., Michaely R.: Payout Policy. The Wharton Financial Institutions Center Working Paper Series, University of Pennsylvania, april 2002, 150 str.
4. Asquith P., Mullins D. W. Jr.: The Impact Of Initiating Dividend Payments On Shareholders Wealth. *Journal of Business*, 56 (1983), 1, str. 77-96.
5. Bednaš M., urednica: Analiza gospodarskih gibanj v letu 2000 in napovedi za obdobje 2001 do 2003 (pomladansko poročilo). Ljubljana, Urad za makroekonomske analize in razvoj, julij 2001, 209 str.
6. Benartzi S., Michaely R., Thaler R.: Do changes in dividends signal the future or the past? *Journal of Finance* 52 (1997), 3, str. 1007-1043.
7. Black F., Scholes M.: The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns. *Journal of Financial Economics*, 1 (1974), str. 1-22.
8. Blume M. E., Crockett J, Friend I.: Stock Ownership in the United States: Characteristics and Trends. *Survey of Current Business*, 44 (1974), str. 16-40.
9. Blume M. E.: Stock Returns and Dividend Yields: Some More Evidence. *Review of Economics and Statistics*, 62 (1980), str. 567-577
10. Brav A., Graham J. R., Harvey C. R., Michaely R.: Payout Policy in the 21st Century. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77, 3, str. 483-527.
11. Brealey R. A., Myers S. C.: *Principles of Corporate Finance*. (5<sup>th</sup> Edition). New York: McGraw Hill, 1996. 998 str.
12. Brealey R. A.: Does Dividend Policy Matter? v Stern J. M., Chew D. H. Jr., urednika: *The Revolution in Corporate Finance* (3<sup>rd</sup> Edition). Malden, Oxford: Blackwell, 1998. 514 str.
13. Brennan M. J.: A Note on Dividend Irrelevance and the Gordon Valuation Model. *Journal of finance*, 26 (December 1971), 5, str. 1115-1122.
14. Brigham E. F., Daves P.R.: *Intermediate Financial Management*, (7<sup>th</sup> Edition). USA: South-Western Thomson Learning, 2002. 987 str.
15. Brigham E. F., Gapenski L. C.: *Intermediate Financial Management*, (5<sup>th</sup> Edition). New York: The Dryden Press, 1996. 1018 str.
16. Brigham E. F., Houston J. F.: *Fundamentals of Financial Management*, (8<sup>th</sup> Edition). New York: The Dryden Press, 1998. 898 str.

17. Chen N. F., Grundy B., Stambaugh R. F.: Changing Risk, Changing Risk Premiums, and Dividend Yield Effects. *Journal of Business*, 63 (1990), str. 51-70.
18. Elton J. E., Grubner M. J.: Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect. *Review of Economics and Statistics*, 52 (February 1970), str. 68-74.
19. Fama E. F., French K. R.: Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Applied Corporate Finance*, 14 (2001), 1, str. 67-79.
20. Frankfurter G. M., Wood Jr. B. G.: Dividend policy theories and their empirical tests. *International Review of Financial Analysis*, 11 (2002), 2, str. 111-138.
21. Gordon M. J.: Optimal Investment and Financing Policy. *Journal of Finance*, 18 (May 1963), 2, str. 264-272.
22. Graham B., Dodd D. L.: *Security Analysis: Principles and Techniques*, (3<sup>rd</sup> Edition). New York: McGraw-Hill Book Company, 1951. 770 str.
23. Grinblatt M. S., Masulis R. W., Titman Sheridan: The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends. *Journal of Financial Economics*, 13 (December 1984), , str. 461-490.
24. Grullon G., Michaely R., Swaminathan B.: Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *Journal of Business*, 75 (2002), 3, str. 387-424.
25. Grundy B.: Trading Volume and Stock Returns Around Ex-dividend Dates, Working paper. University of Chicago, 1985.
26. Gwilym O., Seaton J., Suddason K., Thomas K.: International Evidence on Payout Ratio, Returns, Earnings and Dividends, Research Paper 2005-7, School of Management & Business, University of Wales, 2005, neobjavljeno.
27. Healy P. M., Palepu K. G.: Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions. *Journal of Financial Economics*, 21 (1988), 2, str. 149-176.
28. Jensen M. C.: Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, 76 (May 1986), 2, str. 323-329.
29. Kaen F. R.: *Corporate finance: concepts and policies*. Cambridge (Mass.): Basil Blackwell, 1995. 1007 str.
30. Kalay A., Michaely R.: Dividends and Taxes: A Reexamination. *Financial Management*, 29 (2000), 2, str. 55-75.
31. Keim D.: Dividend Yields and Stock Returns: Implications of Abnormal January Returns. *Journal of Financial Economics*, 14 (1985), str. 473-489.
32. Keim D.: Size-related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence. *Journal of financial Economics*, 12 (June 1983), 1, str. 13-32.
33. Krek M.: Diplomsko delo. Preoblikovanje slovenskih pooblaščenih investicijskih družb: primer pooblaščenih investicijskih družb Triglav steber I in Triglav steber II. Ljubljana, Ekonomska fakulteta, julij 2005. 44 str.

34. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Schleifer A., Vishny R. W.: Agency Problems and Dividend Policies Around the World. January 1999. [URL:<http://post.econmics.harvard.edu/faculty/schleifer/papers/agency.pdf>], 7.8.2003.
35. Lakonishok J., Vermaelen T.: Tax Induced Trading Around Ex-dividend Dates. *Journal of Financial Economics*, 16 (1986), str. 287-319.
36. Lang L. H. P., Litzenberger R. H.: Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis. *Journal of Financial Economics*, 24 (1989), 1, str. 181-192.
37. Lewellen W. G., Stanley K. L., Lease R. C., Schlarbaum G. G.: Some Direct Evidence on the Dividend Clientele Phenomenon. *Journal of Finance*, 33 (1978), 5, str. 1385-1399.
38. Lie E.: Excess funds and the agency problems: An empirical study of incremental disbursements. *Review of Financial Studies*, 13 (2000), 1, str. 219-248.
39. Lintner J.: Distribution on Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review*, 46 (May 1956), 2, str. 97-113.
40. Lintner J.: Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations. *Review of Economics and Statistics*, 44 (Avgust 1962), str. 243-269.
41. Litzenberger R. H., Ramaswamy K.: The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics*, 7 (1979), str. 163-195.
42. Lumbly S.: *Investment Apparaisal and Financing Decisions*, (5<sup>th</sup> Edition). London: Chapman & Hall, 1995. 667 str.
43. Michaely R., Thaler R. H., Womack K.: Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift? *Journal of Finance*, 50 (1995), (2), str. 573-608.
44. Michaely R., Vila J.: Trading Volume with Private Valuations: Evidence from the Ex-dividend Day. *Review of Financial Studies*, 9 (1996), 2, str. 471-510.
45. Michaely R.: Ex-dividend Day Stock Price Behavior: The Case of the 1986 Tax Reform Act. *Journal of Finance*, 46 (1991), str. 845-860.
46. Miller M. H., Modigliani F.: Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34(October 1961), 4, str. 411-433.
47. Miller M. H., Rock K.: Dividend Policy under Asymmetric Information. *Journal of Finance*, 40 (September 1985), 4, str. 1031-1051.
48. Miller M. H., Scholes M.: Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence. *Journal of Political Economy*, 90 (1982), str. 1118-1141
49. Morgan I. G.: Dividends and Capital Asset Prices. *Journal of Finance*, 37 (1982), str. 1071-1086.



50. Mramor D., Groznik P., Valentinčič A.: Stanje in dileme poslovnih financ v Sloveniji. v Prašnikar J., urednik: Poprivatezijsko obnašanje slovenskih podjetij. Ljubljana, Gospodarski vestnik, 1999, str. 221-248.
51. Mramor D.: Finančna politika podjetja: teoretični prikaz. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1991. 154 str.
52. Mramor D.: Finančno obnašanje slovenskih podjetij. Zbornik referatov 32. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji. Portorož: Zveza ekonomistov Slovenije in Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2000, str. 395-406.
53. Mramor D.: Pota in stranpota politike dividend pri nas. Zbornik referatov 28. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu in poslovnih financah. Portorož: Zveza ekonomistov Slovenije in Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 1996, str. 323-333.
54. Mramor D.: Vloga in pomen trga kapitala. v Mramor D., urednik: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana, Gospodarski vestnik, 2000a, str. 383-397.
55. Ofer A. R., Siegel D. R.: Corporate Financial Policy, Information, and Market Expectations: An Empirical Investigation of Dividends. *Journal of Finance*, 42 (1987), 4, str. 889-911.
56. Pettit R. R.: Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency. *Journal of Finance*, 27 (1972), 5, str. 993-1007.
57. Poterba J, Summers L. H.: New Evidence that Taxes Affect the Valuation of Dividends. *Journal of Finance*, 39 (1984), str. 1397-1415.
58. Prašnikar J., Debeljak Ž.: Ekonomski modeli za poslovno odločanje. Ljubljana, Gospodarski vestnik, 1998. 435 str.
59. Prašnikar J., Gregorič A.: Delavska participacija v slovenskih podjetjih – deset let kasneje. v Prašnikar J., urednik: Poprivatezijsko obnašanje slovenskih podjetij. Ljubljana, Gospodarski vestnik, 1999, str. 27-56.
60. Prašnikar J., Svejnar J.: Investment, Wages and Ownership during the Transition to a Market Economy: Evidence from Slovenian firms, Working Papers, Faculty of Economics, University of Ljubljana, 1998.
61. Rees B.: *Financial Analysis*, (2<sup>nd</sup> Edition). London: Prentice Hall, 1995. 390 str.
62. Repovž L.: Politika razporejanja izida (dividend) in financiranje podjetja. *IKS, revija za računovodstvo in finance*, Ljubljana, 24, 1997, št. 12, str. 38-47.
63. Rosenberg B., Marathe V.: Tests of Capital Asset Pricing Hypotheses. *Research in Finance*, 1 (1979), str. 115-224.
64. Ross S. A., Westerfield R. W., Jaffe J. F.: *Corporate Finance* (3<sup>rd</sup> Edition). Boston: Irwin, 1993. 912 str.
65. Ross S. A.: The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8, 1 (Spring 1977), str. 23-40.
66. Rubner A.: *The Ensnared Shareholder: Directors and the modern corporation*. London: Macmillan International Ltd., 1965. 210 str.

67. Salas, J. M., Chahyadi, C.: Is there a Lower Propensity to Pay Dividends? A Decomposition of Dividend Payers. Social Science Research Network, URL:<http://ssrn.com/abstract=635781>, 28.2.2006.
68. Treven M.: Diplomsko delo. Politika dividend v slovenskih podjetjih. Univerza v Ljubljani, Ekonomska fakulteta. Ljubljana, november 1995. 58 str.
69. Valentinčič A.: Pri delitvi dobička vse manj nenavadni: slovenska podjetja dobro tretjino čistega dobička razdelijo v obliki dividend, slabi dve tretjini pa zadržijo v podjetju. Finance. Ljubljana, 2004, št. 47 (9.3.2004), str. 23.
70. Vermaelen T.: Common Stock Repurchases and Market Signalling. Journal of Financial Economics, 9(Junij 1981), str. 139-183.
71. Yoon P. S., Starks L.: Signaling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements. Review of Financial Studies 8 (1995), 4, str. 995-1018.

## VIRI

1. Izbor iz Ekonomskih ogledal. Ekonomsko ogledalo 10/96, Lastninjenje. [URL:<http://www.sigov.si/zmar/arhiv/izbor/2strinst/poslsekt/pri1096.html>], 18.8.2003.
2. Metodološko navodilo za predložitev letnih poročil in drugih podatkov gospodarskih družb in samostojnih podjetnikov posameznikov za leto 2002 (Uradni list RS, št. 87/2002).
3. Mramor D.: Slovar angleških izrazov iz poslovnih financ; Za predmet poslovne finance 1. Ljubljana, december 1997.
4. Nacionalni program statističnih raziskovanj (Uradni list RS, št 70/1997).
5. New York Stock Exchange Fact Book 2001. [URL:<http://www.nyse.com>], 30.8.2003.
6. Odlok o uskladitvi tolarskih zneskov v zakonu o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 32/98 in 37/98).
7. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2000. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev, julij 2001, 31. str.
8. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2005. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev, junij 2006, 45. str.
9. PREDPISI O GOSPODARSKIH DRUŽBAH s stvarnim kazalom IN SODNEM REGISTRU (dopolnjena izdaja). Uradni list Republike Slovenije, marec 2001.
10. Spremembe in dopolnitve prava družb. Ciklus strokovnih delavnic. Maribor, Inštitut za gospodarsko pravo v Mariboru, oktober 2001.
11. Uredba o obveznosti posredovanja statističnih podatkov plačilnega prometa ter statističnih podatkov iz bilance stanja in bilance uspeha Agenciji Republike Slovenije za plačilni promet, nadziranje in informiranje (Uradni list Republike Slovenije, št 8-536/1995).

12. Winterleitner B.: V zgodnjih fazah financiranja gazel so najpomembnejša lastna sredstva podjetnika. [URL:<http://www.finance-on.net/print.php?id=5411&tip=1>], 20.8.2003a.
13. Winterleitner B: Zahodne gazele financirajo rast s precej več dolžniških virov kot slovenske. [URL:<http://www.finance-on.net/print.php?id=54511&tip=1>]. 20.8.2003b.
14. Zakon o davku od dobička pravnih oseb (ZDDPO), (Uradni list RS, št. 72/1993).
15. Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (ZDDPO-1), (Uradni list RS, št. 40/2004).
16. Zakon o dohodnini (ZDoh), (Uradni list RS, št. 71/1993).
17. Zakon o dohodnini (ZDoh-1), (Uradni list RS, št. 54/2004).
18. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (ZLPP) (Uradni list RS, št. 55/1992).
19. Zakon o sodelovanju delavcev pri upravljanju (ZSDU) (Uradni list RS, št. 42/93).
20. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o gospodarskih družbah (ZGD-F), (Uradni list RS, št. 45/2001).



## SLOVAR ANGLEŠKIH IZRAZOV

<b>Angleški izraz</b>	<b>Slovenski izraz</b>
cash dividend	denarna dividenda
declaration date	datum razglasitve (višine dividende)
distribution of earnings	razdelitev čistega dobička
dividend	dividenda
dividend reinvestment plans	pogodbe o reinvestiranju dividend
dividend yield	dividendna donosnost
ex-dividend date	datum nakupa brez dividend
extra cash dividend	izredna denarna dividenda
extra dividend	izredna dividenda
impairment of capital rule	načelo ohranitve osnovnega kapitala (delniške) družbe
liquidating dividend	likvidirajoča dividenda - dividenda izplačana ob likvidaciji podjetja
maturity hypothesis	zrelostna hipoteza
payment date	datum plačila
payout ratio	delež čistega dobička razdeljenega med lastnike
record date	datum zapisa
regular cash dividend	redna denarna dividenda
regular dividend	redna dividenda
special dividend	posebna dividenda
sticky dividends (prices)	lepljive dividende (cene) – lastnost dividend, da se njihova višina zelo redko zniža
stock dividend	dividenda v obliki delnic
stock repurchase	odkup lastnih delnic
stock split	cepitev delnic



## PRILOGE

Priloga 1: Seznam podjetij, katerih redne delnice so v letih 1997-2000 kotirale na eni izmed borznih kotacij Ljubljanske borze .....	1
Priloga 2: Opis spremenljivk iz bilance stanja in bilance uspeha ter izkaza uporabe dobička, vsebovanih v statističnih podatkih proučevanih družb .....	4
Priloga 3: Število gospodarskih družb v posamezni kategoriji spremenljivk <i>por</i> , <i>las</i> in <i>vel</i> , po letih .....	6
Priloga 4: Število delniških družb v posameznih letih, razporejenih po skupinah vrednosti spremenljivk <i>por</i> , <i>las</i> in <i>vel</i> .....	8
Priloga 5: Izpolnjevanje zakonskih pogojev za izplačilo dobička, po posameznih letih proučevanega obdobja .....	9
Priloga 6: Povprečna vrednost deleža čistega dobička tekočega leta, ki so ga izplačale družbe, ki so izpolnjevale zakonske pogoje za izplačilo dobička, po posameznih letih.....	10
Priloga 7: Ekstremne vrednosti spremenljivke <i>ddobička</i> .....	11
Priloga 8: Opisne statistike za vrednost deleža čistega dobička tekočega leta, ki so ga izplačale družbe, ki so izpolnjevale zakonske pogoje za izplačilo dobička, po posameznih letih, po izločitvi ekstremnih vrednosti .....	12
Priloga 9: Število družb, ki so izpolnjevale zakonske pogoje za izplačilo dobička in ga tudi izplačale, ter povprečna vrednost deleža izplačanega dobička, po posameznih letih.....	13
Priloga 10: Deleži izplačila čistega dobička, glede na poreklo kapitala, po posameznih letih proučevanega obdobja .....	14
Priloga 11: Deleži izplačila čistega dobička glede na tip lastnine, po posameznih letih proučevanega obdobja .....	15
Priloga 12: Deleži izplačila čistega dobička glede na velikost podjetja, po posameznih letih proučevanega obdobja .....	16
Priloga 13: Št. podjetij in njihovi deleži izplačila čistega dobička glede na prisotnost na borzi ter rezultati testiranja hipotez, vezanih na prisotnost na borzi .....	18
Priloga 14: Rezultati rangiranja družb glede na stopnjo zadolženosti (vrednost spremenljivke <i>dolg</i> ), po posameznih letih proučevanega obdobja .....	21
Priloga 15: Deleži izplačila čistega dobička glede na zadolženost in rezultati testiranja hipotez, vezanih na zadolženost podjetij v proučevanem obdobju .....	22





**Priloga 1: Seznam podjetij, katerih redne delnice so v letih 1997-2000 kotirale na eni izmed borznih kotacij Ljubljanske borze**

Naziv družbe	Prisotnost na borzi po letih (1 = da, 0 = ne)			
	1997	1998	1999	2000
AERODROM LJUBLJANA, d.d.	0	1	1	1
AGROKOMBINAT MARIBOR d.d.	0	0	0	1
AVTO CELJE d.d.	0	1	1	1
AVTOPREVOZNIŠTVO IN SERVISI d.d.	0	1	1	1
BOHOR d.d.	0	1	1	1
BTC d.d.	1	1	1	1
CAPITA d.d.	0	1	1	1
CETIS, d.d.	0	1	1	1
CINKARNA CELJE d.d.	0	0	1	1
COLOR d.d.	0	0	1	1
COMET d.d.	0	0	1	1
DADAS d.d.	1	1	1	1
DANA d.d.	0	0	0	1
DELO d.d.	0	0	0	1
DOLENJSKA BANKA d.d.	1	1	1	1
DOLINA TRGOVINA d.d.	0	0	1	1
DOM SMREKA d.d.	0	0	0	1
DROGA d.d.	1	1	1	1
DZS d.d.	0	0	0	1
EGOLES d.d.	0	0	0	1
EMONA OBALA KOPER d.d.	0	1	1	1
ETOL d.d.	0	1	1	1
FINMEDIA d.d.	1	1	0	0
FRUCTAL d.d.	0	0	1	1
GEA COLLEGE d.d.	1	1	1	1
GEA TOVARNA OLJA d.d.	1	1	1	1
GORENJE d.d.	0	0	1	1
GORENJSKI SEJEM d.d.	0	0	0	1
GORENJSKI TISK d.d.	1	1	1	1
GORIŠKE OPEKARNE d.d.	0	0	0	1
GOZDNO GOSPOD. POSTOJNA d.d.	0	0	0	1
GOZDNO GOSPODARSTVO BLED d.d.	0	0	0	1
GPG d.d.	1	1	1	1
GRAD d.d.	1	1	0	0
GRADIS SPO LJUBLJANA, d.d.	0	0	0	1
GRADIS, GP LJUBLJANA, d.d.	0	0	0	1
GROSIST GORICA d.d.	1	1	1	0
HELIOS, DOMŽALE d.d.	1	1	1	1
HIDROTEHNIK d.d.	0	0	0	1
HIPOTEKARNA BANKA d.d.	1	1	1	1
HMEZAD BANKA d.d.	1	0	0	0
HOTELI PALACE, d.d.	0	1	1	1
IMP ČRPALKE LJUBLJANA d.d.	0	0	1	1
INLES d.d.	0	0	0	1
INTARA d.d.	1	1	1	1
INTEGRAL JESENICE d.d.	0	0	0	1
INTEREUROPA d.d.	0	0	1	1
INTERTRADE ITA d.d.	0	1	1	1
INTERTRADE ITS d.d.	0	0	1	1

**Priloga 1 (nadaljevanje)**

Naziv družbe	Prisotnost na borzi po letih (1 = da, 0 = ne)			
	1997	1998	1999	2000
ISTRABENZ d.d.	0	1	1	1
JADRAN d.d.	1	1	1	1
JATA d.d.	1	1	1	1
JATA-REJA d.d.	0	1	1	1
JELEN GOSTINSKO PODJETJE d.d.	0	0	0	1
JUTEKS d.d.	0	0	0	1
KEMA PUCONCI d.d.	0	0	1	1
KLASJE CELJE d.d.	0	0	0	1
KMEČKA DZU d.d.	0	0	1	0
KMETIJSKI KOMBINAT PTUJ d.d.	0	0	1	1
KOLINSKA d.d.	1	1	1	1
KOLONIALE d.d.	0	0	0	1
KOMPAS HOTELI d.d.	1	1	1	1
KOŠAKI TMI d.d.	0	0	0	1
KOVINOTEHNA d.d.	1	1	1	1
KOVINTRADE d.d.	0	1	1	1
KRKA d.d.	0	1	1	1
KRUH KOPER d.d.	0	0	0	1
KRUH-PECIVO d.d.	0	1	1	1
LEK d.d.	1	1	1	1
LESNINA EMMI d.d.	1	1	1	1
LISCA d.d.	1	1	1	1
LIV POSTOJNA d.d.	0	0	0	1
LIZ INŽENIRING d.d.	0	0	0	1
LOKA, TRGOVSKO PODJETJE d.d.	1	1	1	1
LUKA KOPER d.d.	1	1	1	1
MARINA PORTOROŽ d.d.	1	1	1	1
MEDALJON UPRAVLJANJE DRUGIH DRUŽB, d. d.	0	0	0	1
MEDVEŠEK PUŠNIK d.d.	0	1	1	1
MELAMIN d.d.	1	1	1	1
MERCATOR, d.d.	1	1	1	1
MERKUR d.d.	0	0	1	1
MITOL SEŽANA d.d.	0	1	1	1
MK TISKARNA d.d.	0	0	0	1
NAMA d.d.	0	0	0	1
NIKA d.d.	1	1	1	1
NIKO d.d.	0	0	0	1
NOVOLIT d.d.	0	1	1	1
OLJARICA, KRANJ d.d.	0	0	0	1
PETROL d.d.	0	1	1	1
PINUS TKI d.d.	1	1	1	1
PLAMA – PUR d.d.	0	0	0	1
POTROŠNIK CELJE d.d.	0	1	1	1
POTROŠNIK d.d.	0	0	0	1
PROBANKA d.d.	1	1	1	0
RADENSKA d.d.	0	1	1	1
RAZVOJNA DRUŽBA d.d.	1	1	1	1
ROGAŠKA ZHT d.d.	1	0	0	0
RTC KRVAVEC d.d.	0	1	1	1
RUDIS d.d.	1	1	1	1

## Priloga 1 (nadaljevanje)

Naziv družbe	Prisotnost na borzi po letih (1 = da, 0 = ne)			
	1997	1998	1999	2000
RUDNIK MEŽICA d.d.	0	0	0	1
SALUS, LJUBLJANA d.d.	1	1	1	1
SATURNUS - AVTOOPREMA d.d.	0	1	1	1
SATURNUS EMBALAŽA d.d.	0	1	1	1
SAVINJA MOZIRJE d.d.	0	0	0	1
SIJAJ HRASTNIK d.d.	0	0	0	1
SKB BANKA d.d.	1	1	1	1
SLOVENIJALES d.d.	1	1	1	1
STC CELJE d.d.	0	0	0	1
SVILA d.d.	1	1	1	1
SVILANIT KAMNIK d.d.	0	1	1	1
SWATY d.d.	0	1	1	1
TEHNOUNION d.d.	0	0	1	1
TEKSTINA d.d.	0	1	1	1
TERME 3000 d.d.	0	1	1	1
TERME ČATEŽ d.d.	1	1	1	1
TERME DOBRNA d.d.	0	0	0	1
TOSAMA d.d.	1	1	1	1
TOTRA PLASTIKA d.d.	0	1	1	1
TOTRA TEKSTIL d.d.	0	1	1	0
TOVARNA KRMIL ŽALEC d.d.	0	1	1	1
TOVARNA SLADKORJA ORMOŽ d. d.	1	1	1	1
UNITAS LJUBLJANA d.d.	0	0	1	1
UPIMO GROUP d.d.	0	1	1	1
VALKARTON d.d.	0	1	1	1
ZDRAVILIŠČE ROGAŠKA d.d.	0	0	0	1
ZLATOROG d.d.	1	1	1	1
ZRC d.d.	0	0	0	1
ŽELEZARNA RAVNE - MONTER DRAVOGRAD d.d.	0	0	0	1
<b>Skupaj rednih delnic v kotacijah Ljubljanske borze:</b>	<b>42</b>	<b>73</b>	<b>86</b>	<b>120</b>

Vir: Tečajnice Ljubljanske borze.

**Priloga 2: Opis spremenljivk iz bilance stanja in bilance uspeha ter izkaza uporabe dobička, vsebovanih v statističnih podatkih proučevanih družb**

<b>Spremenljivka</b>	<b>Opis spremenljivke</b>
maticna	Matična številka
Naziv	Naziv
Por	Poreklo kapitala
Las	Tip lastnine
Vel	Velikost po ZGD
t001	A. STALNA SREDSTVA (002 + 003 + 006 + 007)
t002	I. Neopredmetena dolgoročna sredstva
t003	II. Neopredmetena osnovna sredstva (004 + 005)
t004	1. Nepremičnine
t005	2. Oprema in druga opredmetena osnovna sredstva
t006	III. Dolgoročne finančne naložbe
t007	IV. Popravek kapitala
t008	B. GIBLJIVA SREDSTVA (009 + 014 do 018)
t009	I. Zaloge (010 do 013)
t010	1. Material
t011	2. Nedokončana proizvodnja
t012	3. Proizvodi
t013	4. Blago
t014	II. Dolgoročne terjatve iz poslovanja
t015	III. Kratkoročne terjatve iz poslovanja
t016	IV. Kratkoročne finančne naložbe
t017	V. Denarna sredstva
t018	VI. Aktivne časovne razmejitev
t019	C. SREDSTVA (001 + 008)
t020	Č. ZUNAJBILANČNA SREDSTVA
t021	A. KAPITAL (022 do 025 + 027 + 028 - 026 - 029)
t022	I. Osnovni kapital
t023	II. Vplačani presežek kapitala
t024	III. Rezerve
t025	IV. Preneseni čisti dobiček iz prejšnjih let
t026	V. Prenesena izguba iz prejšnjih let
t027	VI. Revalorizacijski popravek kapitala
t028	VII. Nerazdeljeni čisti dobiček poslovnega leta
t029	VIII. Čista izguba poslovnega leta
t030	B. DOLOGOROČNE REZERVACIJE
t031	C. DOLGOROČNE OBVEZNOSTI
t032	Č. KRATKOROČNE OBVEZNOSTI (033 + 034)
t033	I. Kratkoročne obveznosti iz poslovanja
t034	II. Kratkoročne obveznosti iz financiranja
t035	D. PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE
t036	E. OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV (021 + 030 do 032 + 035)
t037	F. ZUNAJBILANČNE OBVEZNOSTI
t050	A. ČISTI PRIHODKI IZ PRODAJE (051 do 054)
t051	I. Čisti prihodki iz prodaje proizvodov in storitev na domačem trgu
t052	II. Čisti prihodki iz prodaje proizvodov in storitev na tujem trgu
t053	III. Čisti prihodki iz prodaje blaga in materiala na domačem trgu
t054	IV. Čisti prihodki iz prodaje blaga in materiala na tujem trgu
t055	B. POVEČANJE VREDNOSTI ZALOG PROIZVODOV IN NEDOKONČANE PROIZVODNJE
t056	C. ZMANJŠANJE VREDNOSTI ZALOG PROIZVODOV IN NEDOKONČANE PROIZVODNJE
t057	Č. VREDNOST USREDSTVENIH LASTNIH PROIZVODOV, STORITEV, BLAGA IN MATERIALA

## Priloga 2 (nadaljevanje)

Spremenljivka	Opis spremenljivke
t058	D. DRUGI PRIHODKI IZ POSLOVANJA
t059	E. KOSMATI DONOS IZ POSLOVANJA (050 + 055 - 056 + 057 + 058)
t060	F. STROŠKI BLAGA, MATERIALA IN STORITEV (061 do 063)
t061	I. Nabavna vrednost prodanega blaga
t062	II. Stroški materiala
t063	III. Stroški storitev
t064	G. STROŠKI DELA (065 DO 067)
t065	I. Plače
t066	II. Stroški za socialno varnost
t067	III. Drugi stroški dela
t068	H. AMORTIZACIJA NEOPREDMETENIH DOLGOROČNIH SREDSTEV IN OPREDMETENIH OSNOVNIH SREDSTEV
t069	I. ODPISI OBRATNIH SREDSTEV
t070	J. REZERVACIJE
t071	K. DRUGI ODHODKI POSLOVANJA
t072	L. DOBIČEK IZ POSLOVANJA (059 - 060 - 064 - (068 do 071))
t073	M. IZGUBA IZ POSLOVANJA (060 + 064 + 068 do 071 - 059)
t074	N. PRIHODKI OD FINANCIRANJA (075 + 076)
t075	I. Prihodki na podlagi deležev iz dobička
t076	II. Prihodki iz obresti in drugi prihodki od financiranja
t077	O. ODPIS DOLGOROČNIH IN KRATKOROČNIH FINANČNIH NALOŽB
t078	P. STROŠKI OBRESTI IN DRUGI ODHODKI OD FINANCIRANJA
t079	R. DOBIČEK IZ REDNEGA DELOVANJA (072 + 074 - 073 - 077 - 078)
t080	S. IZGUBA IZ REDNEGA DELOVANJA (073 + 077 + 078 - 072 - 074)
t081	Š. IZREDNI PRIHODKI (082 + 083)
t082	I. Od odprave rezervacij
t083	II. Drugi izredni prihodki
t084	T. IZREDNI ODHODKI (085 + 086)
t085	I. Za poravnavo izgube prejšnjih let
t086	II. Drugi izredni odhodki
t087	U. CELOTNI DOBIČEK (079 + 081 - 080 - 084)
t088	V. CELOTNA IZGUBA (080 + 084 - 079 - 081)
t089	Z. DAVEK IZ DOBIČKA (IZGUBE)
t090	Ž. ČISTI DOBIČEK POSLOVNEGA LETA (087 - 089)
t091	X. ČISTA IZGUBA POSLOVNEGA LETA (088 + 089) ali (089 - 087)
t092	POVPREČNO ŠTEVILO ZAPOSLENIH DELAVCEV NA PODLAGI DELOVNIH UR V OBRAČUNSKEM OBDOBJU
t093	ŠTEVILO MESECEV POSLOVANJA
t100	I. NERAZDELJENI ČISTI DOBIČEK IZ PREJŠNJIH LET
t101	II. ČISTI DOBIČEK POSLOVNEGA LETA
t102	III. SKUPAJ ČISTI DOBIČEK ZA DELITEV (103+104+107+108+109)
t103	1. Del čistega dobička, razporejen za rezerve
t104	2. Del čistega dobička, razporejen za izplačilo deležev v dobičku
t105	2.1. - lastnikom
t106	2.2. - delavcem
t107	3. Del čistega dobička za nagrade poslovodstvu
t108	4. Del čistega dobička razporejenega na druge sestavine kapitala
t109	5. Nerazporejeni čisti dobiček

Vir: Obrazci: Statistični podatki iz bilance uspeha – H.51, Statistični podatki iz bilance stanja – H.50, Izkaz uporabe dobička za leto 199\_ - H.57, podatkovne datoteke PASEF.

**Priloga 3: Število gospodarskih družb v posamezni kategoriji spremenljivk *por, las in vel*, po letih (izpis statističnega paketa)**

**Tabela 1: Število gospodarskih družb v posamezni kategoriji spremenljivk *por, las in vel*, za leto 1997**

			Count
Poreklo kapitala	Domač	Matična številka	33763
	Tuj	Matična številka	1365
	Mešani		1584
Tip lastnine	Družbena	Matična številka	1399
	Zasebna	Matična številka	33256
	Zadružna	Matična številka	38
	Mešana	Matična številka	1972
Velikost po ZGD	Državna		52
	Majhno	Matična številka	34370
	Srednje	Matična številka	1478
	Veliko	Matična številka	869

Vir: SPSS 11.5 for Windows.

**Tabela 2: Število gospodarskih družb v posamezni kategoriji spremenljivk *por, las in vel*, za leto 1998**

			Count
Poreklo kapitala	Domač	Matična številka	34430
	Tuj	Matična številka	1493
	Mešani		1621
Tip lastnine	Družbena	Matična številka	1008
	Zasebna	Matična številka	34231
	Zadružna	Matična številka	40
	Mešana	Matična številka	2222
Velikost po ZGD	Državna		84
	Majhno	Matična številka	35205
	Srednje	Matična številka	1575
	Veliko	Matična številka	805

Vir: SPSS 11.5 for Windows.



**Tabela 3: Število gospodarskih družb v posamezni kategoriji spremenljivk *por, las in vel*, za leto 1999**

			Count
Poreklo kapitala	Domač	Matična številka	34302
	Tuj	Matična številka	1560
	Mešani		1658
Tip lastnine	Družbena	Matična številka	512
	Zasebna	Matična številka	34324
	Zadružna	Matična številka	38
	Mešana	Matična številka	2486
	Državna	Matična številka	183
	Lokalna skupnost		10
Velikost po ZGD	Majhno	Matična številka	34523
	Srednje	Matična številka	2143
	Veliko	Matična številka	887

Vir: SPSS 11.5 for Windows.

**Tabela 4: Število gospodarskih družb v posamezni kategoriji spremenljivk *por, las in vel*, za leto 2000**

			Count
Poreklo kapitala	Domač	Matična številka	33144
	Tuj	Matična številka	1604
	Mešani		1538
Tip lastnine	Družbena	Matična številka	318
	Zasebna	Matična številka	34209
	Zadružna	Matična številka	249
	Mešana	Matična številka	2381
	Državna	Matična številka	189
	Lokalna skupnost		53
Velikost po ZGD	Majhno	Matična številka	33574
	Srednje	Matična številka	1886
	Veliko	Matična številka	875

Vir: SPSS 11.5 for Windows.

**Priloga 4: Število delniških družb v posameznih letih, razporejenih po skupinah vrednosti spremenljivk *por*, *las* in *vel* (izpis statističnega paketa)**

		Leto opazovanja								Table Total	
		1997		1998		1999		2000			
		Matična številka		Matična številka		Matična številka		Matična številka		Matična številka	
		Count	Col %	Count	Col %	Count	Col %	Count	Col %	Count	Col %
Poreklo kapitala	Domač	959	95,6%	1052	95,8%	1072	96,4%	947	96,3%	4030	96,0%
	Tuj	8	,8%	9	,8%	7	,6%	5	,5%	29	,7%
	Mešani	36	3,6%	37	3,4%	33	3,0%	31	3,2%	137	3,3%
Tip lastnine	Družbena	185	18,4%	145	13,2%	55	4,9%	27	2,6%	412	9,7%
	Zasebna	158	15,8%	169	15,3%	158	14,2%	187	17,9%	672	15,8%
	Mešana	644	64,2%	769	69,8%	832	74,7%	763	72,9%	3008	70,5%
	Državna	16	1,6%	18	1,6%	69	6,2%	69	6,6%	172	4,0%
Velikost po ZGD	Majhno	252	25,1%	295	26,8%	279	25,0%	266	27,0%	1092	26,0%
	Srednje	330	32,9%	369	33,5%	371	33,3%	294	29,8%	1364	32,5%
	Veliko	421	42,0%	437	39,7%	464	41,7%	425	43,1%	1747	41,6%
Table Total		1003	100,0%	1101	100,0%	1114	100,0%	1049	100,0%	4267	100,0%

Vir: SPSS 11.5 for Windows.

**Priloga 5: Izpolnjevanje zakonskih pogojev za izplačilo dobička, po posameznih letih proučevanega obdobja (izpis statističnega paketa)**

**Tabela 1: Izpolnjevanje zakonskih pogojev za izplačilo dobička, po posameznih letih proučevanega obdobja**

		Leto opazovanja								Table Total	
		1997		1998		1999		2000			
		Matična številka		Matična številka		Matična številka		Matična številka		Matična številka	
		Count	Col %	Count	Col %	Count	Col %	Count	Col %	Count	Col %
Zak. pogoj za izplačilo	Zak. pog. niso OK	472	47,1%	496	45,0%	499	44,8%	956	91,1%	2423	56,8%
	Zak. pog. OK	531	52,9%	605	55,0%	615	55,2%	93	8,9%	1844	43,2%
Table Total		1003	100,0%	1101	100,0%	1114	100,0%	1049	100,0%	4267	100,0%

Vir: SPSS 11.5 for Windows.

**Tabela 2: Skladnost podatkov v izkazu uporabe dobička s podatki v izkazu uspeha, po posameznih letih proučevanega obdobja**

				Leto opazovanja				Group Total
				1997	1998	1999	2000	
Ustreznost izkaza uporabe dobička	Se ne sklada z izkazom uspeha	Matična številka	Count	96	85	95	594	870
	Se sklada z	Matična številka	Count	907	1016	1019	455	3397
Group Total			Count	1003	1101	1114	1049	4267

Vir: SPSS 11.5 for Windows.

**Tabela 3: Število družb, ki so izplačale dobiček, brez izpolnjenih zakonskih pogojev, po posameznih letih proučevanega obdobja**

				Leto opazovanja		
				1997	1998	1999
Zak. pogoj za izplačilo	Zak. pog. niso OK	Matična številka	Count	2	2	1

Vir: SPSS 11.5 for Windows.

**Priloga 6: Povprečna vrednost deleža čistega dobička tekočega leta, ki so ga izplačale družbe, ki so izpolnjevale zakonske pogoje za izplačilo dobička, po posameznih letih (izpis statističnega paketa)**

**Case Processing Summary**

	Cases					
	Included		Excluded		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
Delež dobička izplačan lastnikom (105/101) * Leto opazovanja	1622	88,0%	222	12,0%	1844	100,0%

**Report**

Delež dobička izplačan lastnikom (105/101)

Leto opazovanja	Mean	N	Std. Deviation
1997	,0634	474	,34507
1998	,0559	536	,388
1999	1,4672	537	26,209
2000	,1266	75	,828
Total	,5286	1622	15,089

Vir: SPSS 11.5 for Windows.

**Priloga 7: Ekstremne vrednosti spremenljivke *ddobička* (izpis statističnega paketa)**

**Extreme Values**

Leto opazovanja			Case Number	Value	
Delež dobička izplačan lastnikom (105/101)	1997	Highest	1	851	4,70
			2	956	3,48
			3	949	2,53
			4	192	1,68
			5	754	1,55
	1998	Lowest	1	1006	,00
			2	1005	,00
			3	1004	,00
			4	1003	,00
			5	1000	,00 <sup>a</sup>
1999	Highest	1	1573	7,39	
		2	1905	2,68	
		3	1340	2,08	
		4	1655	1,91	
		5	1853	1,46	
	1999	Lowest	1	2105	,00
			2	2098	,00
			3	2097	,00
			4	2087	,00
			5	2086	,00 <sup>a</sup>
2000	Highest	1	3829	582,76	
		2	4092	172,12	
		3	4030	6,40	
		4	3796	4,61	
		5	3293	4,31	
	2000	Lowest	1	4267	,00
			2	4260	,00
			3	4259	,00
			4	4255	,00
			5	4252	,00 <sup>a</sup>
2000	Highest	1	2663	7,08	
		2	2831	1,05	
		3	2955	,69	
		4	3040	,46	
		5	2940	,14	
	2000	Lowest	1	3125	,00
			2	3108	,00
			3	3101	,00
			4	3100	,00
			5	3097	,00 <sup>a</sup>

a. Only a partial list of cases with the value 0 are shown in the table of lower extremes.

Vir: SPSS 11.5 for Windows.

**Priloga 8: Opisne statistike za vrednost deleža čistega dobička tekočega leta, ki so ga izplačale družbe, ki so izpolnjevale zakonske pogoje za izplačilo dobička, po posameznih letih, po izločitvi ekstremnih vrednosti (izpis statističnega paketa)**

Descriptives				Statistic	Std. Error	
Leto opazovanja						
Delež dobička izplačan lastnikom (105/101)	1997	Mean		,063363	,015850	
		95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	,032218		
			Upper Bound	,094507		
		5% Trimmed Mean		,005396		
		Median		,000000		
		Variance		,119075		
		Std. Deviation		,345073		
		Minimum		,000000		
		Maximum		4,698420		
		Range		4,698420		
		Interquartile Range		,000000		
		Skewness		8,832184	,112155	
		Kurtosis		95,929694	,223845	
		1998	Mean		,055887	,016770
			95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	,022944	
Upper Bound	,088829					
5% Trimmed Mean			,002093			
Median			,000000			
Variance			,150736			
Std. Deviation			,388247			
Minimum			,000000			
Maximum			7,390630			
Range			7,390630			
Interquartile Range			,000000			
Skewness			14,042235	,105507		
Kurtosis			245,1339	,210627		
1999	Mean			,061663	,018449	
	95% Confidence Interval for Mean		Lower Bound	,025421		
		Upper Bound	,097905			
	5% Trimmed Mean		,003051			
	Median		,000000			
	Variance		,182101			
	Std. Deviation		,426732			
	Minimum		,000000			
	Maximum		6,396709			
	Range		6,396709			
	Interquartile Range		,000000			
	Skewness		10,992609	,105605		
	Kurtosis		135,9341	,210822		
	2000	Mean		,126644	,095598	
		95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	-,063840		
Upper Bound			,317128			
5% Trimmed Mean			,004935			
Median			,000000			
Variance			,685429			
Std. Deviation			,827907			
Minimum			,000000			
Maximum			7,078693			
Range			7,078693			
Interquartile Range			,000000			
Skewness			8,241654	,277400		
Kurtosis			69,765222	,548211		

### Percentiles

Weighted Average(Definition 1)

Leto opazovanja		Percentiles						
		5	10	25	50	75	90	95
Delež dobička izplačan lastnikom (105/101)	1997	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,4197
	1998	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,3289
	1999	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,2368
	2000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,5052

Vir: SPSS 11.5 for Windows.

### Priloga 9: Število družb, ki so izpolnjevale zakonske pogoje za izplačilo dobička in ga tudi izplačale, ter povprečna vrednost deleža izplačanega dobička, po posameznih letih (izpis statističnega paketa)

		Leto opazovanja			
		1997	1998	1999	2000
Delež dobička izplačan lastnikom (105/101)	Mean	,939	,881	,916	1,583
	Valid N	N=32	N=34	N=36	N=6
	Count	32	34	36	6

Vir: SPSS 11.5 for Windows.



**Priloga 10: Deleži izplačila čistega dobička, glede na poreklo kapitala, po posameznih letih proučevanega obdobja (izpis statističnega paketa)**

**Case Processing Summary**

	Cases					
	Included		Excluded		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
Delež dobička izplačan lastnikom (105/101) * Leto opazovanja * Poreklo kapitala	1616	99,8%	4	,2%	1620	100,0%

**Report**

Delež dobička izplačan lastnikom (105/101)

Leto opazovanja	Poreklo kapitala	Mean	N	Std. Error of Mean
1997	Domač	,0646	465	,01615
	Mešani	,0000	9	,00000
	Total	,0634	474	,01585
1998	Domač	,0563	525	,01711
	Mešani	,0000	10	,00000
	Total	,0553	535	,01679
1999	Domač	,0628	523	,01887
	Mešani	,0000	11	,00000
	Total	,0615	534	,01848
2000	Domač	,1319	72	,09956
	Mešani	,0000	1	.
	Total	,1301	73	,09820
Total	Domač	,0643	1585	,01065
	Mešani	,0000	31	,00000
	Total	,0631	1616	,01045

Vir: SPSS 11.5 for Windows.

**Priloga 11: Deleži izplačila čistega dobička glede na tip lastnine, po posameznih letih proučevanega obdobja (izpis statističnega paketa)**

**Case Processing Summary**

	Cases					
	Included		Excluded		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
Delež dobička izplačan lastnikom (105/101) * Leto opazovanja * Tip lastnine	1620	100,0%	0	,0%	1620	100,0%

**Report**

Delež dobička izplačan lastnikom (105/101)

Leto opazovanja	Tip lastnine	Mean	N	Std. Error of Mean
1997	Družbena	,0752	90	,04285
	Zasebna	,1077	47	,04869
	Mešana	,0552	330	,01829
	Državna	,0000	7	,00000
	Total	,0634	474	,01585
1998	Družbena	,0562	74	,03382
	Zasebna	,0457	53	,02252
	Mešana	,0575	400	,02138
	Državna	,0400	9	,03998
	Total	,0559	536	,01677
1999	Družbena	,0000	21	,00000
	Zasebna	,0478	47	,02293
	Mešana	,0701	431	,02272
	Državna	,0145	36	,01447
	Total	,0617	535	,01845
2000	Zasebna	,0186	29	,01594
	Mešana	,2083	43	,16613
	Državna	,0000	3	,00000
	Total	,1266	75	,09560
Total	Družbena	,0591	185	,02483
	Zasebna	,0583	176	,01616
	Mešana	,0668	1204	,01329
	Državna	,0160	55	,01141
	Total	,0633	1620	,01043

Vir: SPSS 11.5 for Windows.

**Priloga 12: Deleži izplačila čistega dobička glede na velikost podjetja, po posameznih letih proučevanega obdobja (izpis statističnega paketa)**

**Tabela 1: Deleži izplačila čistega dobička glede na velikost, po posameznih letih proučevanega obdobja (vključeno leto 2000)**

**Case Processing Summary**

	Cases					
	Included		Excluded		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
Delež dobička izplačan lastnikom (105/101) * Leto opazovanja * Velikost po ZGD	1618	99,9%	2	,1%	1620	100,0%

**Report**

Delež dobička izplačan lastnikom (105/101)

Leto opazovanja	Velikost po ZGD	Mean	N	Std. Error of Mean
1997	Majhno	,1602	52	,07805
	Srednje	,0518	148	,02171
	Veliko	,0512	274	,01981
	Total	,0634	474	,01585
1998	Majhno	,0433	81	,02270
	Srednje	,0907	178	,04580
	Veliko	,0372	277	,01194
	Total	,0559	536	,01677
1999	Majhno	,1421	71	,09370
	Srednje	,0808	177	,03245
	Veliko	,0300	287	,01561
	Total	,0617	535	,01845
2000	Majhno	,1439	66	,10856
	Srednje	,0000	4	,00000
	Veliko	,0000	3	,00000
	Total	,1301	73	,09820
Total	Majhno	,1164	270	,03967
	Srednje	,0752	507	,02064
	Veliko	,0392	841	,00924
	Total	,0633	1618	,01044

Vir: SPSS 11.5 for Windows.

**Tabela 2: Deleži izplačila čistega dobička glede na velikost, po posameznih letih proučevanega obdobja, brez leta 2000**

**Case Processing Summary**

	Cases					
	Included		Excluded		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
Delež dobička izplačan lastnikom (105/101) * Leto opazovanja * Velikost po ZGD	1545	100,0%	0	,0%	1545	100,0%

**Report**

Delež dobička izplačan lastnikom (105/101)

Leto opazovanja	Velikost po ZGD	Mean	N	Std. Error of Mean
1997	Majhno	,1602	52	,07805
	Srednje	,0518	148	,02171
	Veliko	,0512	274	,01981
	Total	,0634	474	,01585
1998	Majhno	,0433	81	,02270
	Srednje	,0907	178	,04580
	Veliko	,0372	277	,01194
	Total	,0559	536	,01677
1999	Majhno	,1421	71	,09370
	Srednje	,0808	177	,03245
	Veliko	,0300	287	,01561
	Total	,0617	535	,01845
Total	Majhno	,1075	204	,03922
	Srednje	,0758	503	,02080
	Veliko	,0393	838	,00927
	Total	,0602	1545	,00991

Vir: SPSS 11.5 for Windows.

**Priloga 13: Št. podjetij in njihovi deleži izplačila čistega dobička glede na prisotnost na borzi ter rezultati testiranja hipotez, vezanih na prisotnost na borzi (izpis statističnega paketa)**

**Tabela 1: Število družb v podatkovni bazi, katerih delnice so kotirale na Ljubljanski borzi, po posameznih letih proučevanega obdobja**

			Leto opazovanja				Group Total
			1997	1998	1999	2000	Count
Prisotnost na LJSE	Ne kotira	Matična številka	Count	Count	Count	Count	
	Kotira		966	1033	1034	934	3967
			37	68	80	115	300
Group Total			1003	1101	1114	1049	4267

Vir: SPSS 11.5 for Windows.

**Tabela 2: Deleži izplačila čistega dobička glede na prisotnost na borzi, po posameznih letih proučevanega obdobja**

**Case Processing Summary**

	Cases					
	Included		Excluded		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
Delež dobička izplačan lastnikom (105/101) * Leto opazovanja * Prisotnost na LJSE	1620	100,0%	0	,0%	1620	100,0%

**Report**

Delež dobička izplačan lastnikom (105/101)

Leto opazovanja	Prisotnost na LJSE	Mean	N	Std. Error of Mean
1997	Ne kotira	,0651	452	,01657
	Kotira	,0269	22	,02691
	Total	,0634	474	,01585
1998	Ne kotira	,0567	487	,01797
	Kotira	,0477	49	,04246
	Total	,0559	536	,01677
1999	Ne kotira	,0562	480	,01819
	Kotira	,1094	55	,08422
	Total	,0617	535	,01845
2000	Ne kotira	,1301	73	,09820
	Kotira	,0000	2	,00000
	Total	,1266	75	,09560
Total	Ne kotira	,0627	1492	,01080
	Kotira	,0699	128	,03984
	Total	,0633	1620	,01043

Vir: SPSS 11.5 for Windows.

**Tabela 3: Testiranje ničelne hipoteze, da so povprečni deleži izplačila čistega dobička borznih in neborznih družb enaki, za vsa leta proučevanega obdobja**

**Group Statistics**

		Prisotnost na LJSE	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Delež dobička izplačan lastnikom (105/101)	Ne kotira		1492	,06	,417	,011
	Kotira		128	,07	,451	,040

**Independent Samples Test**

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
Delež dobička izplačan lastnikom (105/101)	Equal variances assumed	,097	,756	-,186	1618	,852	-,01	,039	-,083	,069
	Equal variances not assumed			-,175	146,285	,862	-,01	,041	-,089	,074

Vir: SPSS 11.5 for Windows.

**Tabela 4: Testiranje ničelne hipoteze, da so povprečni deleži izplačila čistega dobička borznih in neborznih družb enaki, za leto 1997**

**Group Statistics**

		Prisotnost na LJSE	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Delež dobička izplačan lastnikom (105/101)	Ne kotira		452	,07	,352	,017
	Kotira		22	,03	,126	,027

**Independent Samples Test**

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
Delež dobička izplačan lastnikom (105/101)	Equal variances assumed	,985	,321	,507	472	,612	,04	,075	-,110	,186
	Equal variances not assumed			1,210	39,675	,234	,04	,032	-,026	,102

Vir: SPSS 11.5 for Windows.

**Tabela 5: Testiranje ničelne hipoteze, da so povprečni deleži izplačila čistega dobička borznih in neborznih družb enaki, za leto 1998**

**Group Statistics**

		Prisotnost na LJSE	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Delež dobička izplačan lastnikom (105/101)	Ne kotira		487	,06	,396	,018
	Kotira		49	,05	,297	,042

**Independent Samples Test**

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
Delež dobička izplačan lastnikom (105/101)	Equal variances assumed	,090	,765	,154	534	,878	,01	,058	-,105	,123
	Equal variances not assumed			,194	66,517	,846	,01	,046	-,083	,101

Vir: SPSS 11.5 for Windows.

**Tabela 6: Testiranje ničelne hipoteze, da so povprečni deleži izplačila čistega dobička borznih in neborznih družb enaki, za leto 1999**

**Group Statistics**

		Prisotnost na LJSE	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Delež dobička izplačan lastnikom (105/101)	Ne kotira		480	,06	,398	,018
	Kotira		55	,11	,625	,084

**Independent Samples Test**

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
Delež dobička izplačan lastnikom (105/101)	Equal variances assumed	2,344	,126	-,875	533	,382	-,05	,061	-,173	,066
	Equal variances not assumed			-,617	59,139	,539	-,05	,086	-,226	,119

Vir: SPSS 11.5 for Windows.

**Tabela 7: Testiranje ničelne hipoteze, da so povprečni deleži izplačila čistega dobička borznih in neborznih družb enaki, za leto 2000**

**Group Statistics**

Prisotnost na LJSE		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Delež dobička izplačan lastnikom (105/101)	Ne kotira	73	,13	,839	,098
	Kotira	2	,00	,000	,000

**Independent Samples Test**

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
Delež dobička izplačan lastnikom (105/101)	Equal variances assumed	,176	,676	,218	73	,828	,13	,597	-1,060	1,320
	Equal variances not assumed			1,325	72,000	,189	,13	,098	-,066	,326

Vir: SPSS 11.5 for Windows.

**Priloga 14: Rezultati rangiranja družb glede na stopnjo zadolženosti (vrednost spremenljivke *dolg*), po posameznih letih proučevanega obdobja (izpis statističnega paketa)**

			Leto opazovanja			
			1997	1998	1999	2000
Rang zadolženosti	Nizka zadolženost	Count	333	367	371	349
		Maximum	,03	,03	,03	,04
		Minimum	,00	,00	,00	,00
		Mean	,01	,01	,01	,01
Srednja zadolženost	Srednja zadolženost	Count	334	367	372	350
		Maximum	,19	,18	,18	,19
		Minimum	,03	,03	,03	,04
		Mean	,10	,10	,10	,11
Visoka zadolženost	Visoka zadolženost	Count	334	367	371	349
		Maximum	5,36	6,26	86,70	5,05
		Minimum	,19	,18	,18	,19
		Mean	,46	,45	,64	,45

Vir: SPSS 11.5 for Windows.



**Priloga 15: Deleži izplačila čistega dobička glede na zadolženost in rezultati testiranja hipotez, vezanih na zadolženost podjetij v proučevanem obdobju (izpis statističnega paketa)**

**Tabela 1: Deleži izplačila čistega dobička glede na zadolženost, po posameznih letih proučevanega obdobja**

**Case Processing Summary**

	Cases					
	Included		Excluded		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
Delež dobička izplačan lastnikom (105/101) *	1620	100,0%	0	,0%	1620	100,0%
Leto opazovanja *						
Rang zadolženosti						

**Report**

Delež dobička izplačan lastnikom (105/101)

Leto opazovanja	Rang zadolženosti	Mean	N	Std. Error of Mean
1997	Nizka zadolženost	,0855	188	,03058
	Srednja zadolženost	,0601	174	,02644
	Visoka zadolženost	,0314	112	,01326
	Total	,0634	474	,01585
1998	Nizka zadolženost	,0427	204	,01422
	Srednja zadolženost	,0944	190	,04412
	Visoka zadolženost	,0233	142	,00974
	Total	,0559	536	,01677
1999	Nizka zadolženost	,1244	195	,04749
	Srednja zadolženost	,0300	185	,01643
	Visoka zadolženost	,0205	155	,00796
	Total	,0617	535	,01845
2000	Nizka zadolženost	,0276	43	,02451
	Srednja zadolženost	,5182	15	,47088
	Visoka zadolženost	,0317	17	,02706
	Total	,1266	75	,09560
Total	Nizka zadolženost	,0797	630	,01800
	Srednja zadolženost	,0740	564	,02174
	Visoka zadolženost	,0247	426	,00566
	Total	,0633	1620	,01043

Vir: SPSS 11.5 for Windows.

**Tabela 2: Testiranje ničelne hipoteze, da so povprečni deleži izplačila čistega dobička nizko in srednje zadolženih družb enaki, za vsa leta proučevanega obdobja**

**Group Statistics**

Rang zadolženosti		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Delež dobička izplačan lastnikom (105/101)	Nizka zadolženost	630	,08	,452	,018
	Srednja zadolženost	564	,07	,516	,022

**Independent Samples Test**

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
Delež dobička izplačan lastnikom (105/101)	Equal variances assumed	,095	,758	,205	1192	,838	,01	,028	Lower	Upper
	Equal variances not assumed			,204	1125,909	,839	,01	,028	Lower	Upper
									-.049	,061
									-.050	,061

Vir: SPSS 11.5 for Windows.

**Tabela 3: Testiranje ničelne hipoteze, da so povprečni deleži izplačila čistega dobička med visoko zadolženimi in ostalimi družbami enaki, za vsa leta proučevanega obdobja**

**Group Statistics**

Rang zadolženosti		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Delež dobička izplačan lastnikom (105/101)	>= 3	426	,02	,117	,006
	< 3	1194	,08	,483	,014

**Independent Samples Test**

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
Delež dobička izplačan lastnikom (105/101)	Equal variances assumed	18,310	,000	-2,209	1618	,027	-.05	,024	Lower	Upper
	Equal variances not assumed			-3,465	1502,875	,001	-.05	,015	Lower	Upper
									-.099	-.006
									-.082	-.023

Vir: SPSS 11.5 for Windows.