

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

POLITIKA IZPLAČIL SLOVENSКИH BORZNIH PODJETIJ

Ljubljana, junij 2024

TADEJ ZALAR

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Tadej Zalar, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Politika izplačil slovenskih borznih podjetij, pripravljenega v sodelovanju z doc. dr. Matjažem Črnigojem

IZJAVLJAM

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

V Ljubljani, dne: _____

Podpis študenta: _____

KAZALO

1	UVOD	1
2	TEORIJE POLITIKE IZPLAČIL	2
2.1	Teorija Modigliani-Miller.....	3
2.2	Teorija signaliziranja.....	7
2.3	Davčna teorija dividendne politike.....	9
2.4	Teorije stroškov agenta in prostega denarnega toka	11
2.5	Teorija klientov.....	14
2.6	Teorija vrabca v rokah	15
2.7	Teorija substitucije.....	16
3	EMPIRIČNE ŠTUDIJE POLITIKE IZPLAČIL.....	17
3.1	Študije vpliva na vrednost politike izplačil.....	17
3.2	Študije, utemeljene na teoriji signaliziranja	17
3.3	Študije, utemeljene na davčni teoriji	20
3.3.1	Študije vpliva davčnih stopenj.....	20
3.3.2	Študije presečnega datuma	20
3.4	Študije, utemeljene na teoriji stroškov agenta.....	21
3.5	Študije, utemeljene na teoriji vrabca v rokah	22
3.6	Študije, utemeljene na teoriji substitucij.....	23
3.7	Druge študije politike izplačil.....	24
3.7.1	Vpliv finančne krize na politiko izplačil podjetij	24
3.7.2	Vpliv karakteristik podjetja na izplačilno politiko	25
4	SPECIFIKE SLOVENIJE.....	26
4.1	Obdavčitev dobičkov v Sloveniji.....	26
4.1.1	Podjetniški davki	26
4.1.2	Osební davki	26
4.2	Zakon o trgu finančnih instrumentov in uvrstitev delnic na organiziran trg v Sloveniji	28
4.2.1	Pogoji za uvrstitev vrednostnih papirjev na organizirani trg.....	28
4.2.2	Prva kotacija in standardna kotacija delnic na Ljubljanski borzi	29
4.3	Pridobivanje lastnih delnic	30

5	EMPIRIČNA ANALIZA POLITIKE IZPLAČIL SLOVENSkih PODJETIJ, KI KOTIRAJO NA BORZI	34
5.1	Podatki in vzorec	34
5.1.1	Podatki	34
5.1.2	Vzorec.....	34
5.2	Primerjava izplačil dividend in odkupov lastnih delnic slovenskih podjetij, ki kotirajo na borzi	35
5.2.1	Dividende	35
5.2.2	Odkupi lastnih delnic.....	39
5.2.3	Analiza dejavnikov, ki vplivajo na politiko izplačil.....	43
5.2.3.1	<i>Kapitalska donosnost.....</i>	<i>43</i>
5.2.3.2	<i>Izračun koeficienta Sharpe</i>	<i>44</i>
5.2.3.3	<i>Lastniška struktura slovenskih podjetij</i>	<i>46</i>
5.3	Regresijska analiza dividendne politike v Sloveniji	48
5.3.1	Hipoteze, model in spremenljivke	48
5.3.2	Opisne statistike.....	50
5.3.3	Rezultati.....	51
5.4	Relevantnost politike izplačil v Sloveniji.....	54
5.4.1	Vpliv davčne ureditve na relevantnost politike izplačil	54
5.4.2	Fleksibilnost izplačevanja in politika izplačil	55
5.4.3	Vpliv znižanja dividendnih izplačil na vrednost delnice.....	55
5.5	Politika izplačil podjetij v času epidemije covid-19	55
5.6	Primerjava politike izplačil slovenskih podjetij s tujino	57
6	SKLEP.....	60
	LITERATURA IN VIRI	61
	PRILOGE.....	65

KAZALO TABEL

Tabela 1: Obdavčitev dobička doseženega z odsvojitvijo finančnega kapitala.....	27
Tabela 2: Seznam podjetij vključenih v analizo	35
Tabela 3: Izvajanje odkupov lastnih delnic slovenskih borznih podjetij.....	40
Tabela 4: Kumulativna vrednost odkupov lastnih delnic slovenskih borznih podjetij	41
Tabela 5: Kumulativna vrednost odkupov in št. podjetij, ki so izvajala odkupe v določenem letu, podatki za slovenska borzna podjetja	42

Tabela 6: Primerjava koeficienta Sharpe slovenskih borznih podjetij v obdobju 1. 1. 2013–31. 12. 2022.....	46
Tabela 7: Opisne statistike spremenljivk regresijskega modela.....	51
Tabela 8: Korelacijski koeficienti pojasnjevalnih spremenljivk regresijskega modela	52
Tabela 9: Regresijski modeli – prikaz izpisa iz State.....	52
Tabela 10: Dividendna donosnost slovenskih borznih podjetij med letoma 2018 in 2021.	56

KAZALO SLIK

Slika 1: Povprečna letna dividendna donosnost slovenskih borznih podjetij med letoma 2013 in 2022.....	36
Slika 2: Gibanje dividendne donosnosti slovenskih borznih podjetij iz standardne kotacije med letoma 2013 in 2022	37
Slika 3: Gibanje dividendne donosnosti slovenskih borznih podjetij iz prve kotacije med letoma 2013 in 2022	38
Slika 4: Gibanje deleža čistega poslovnega izida preteklega leta, izplačanega v obliki dividend slovenskih borznih podjetij	38
Slika 5: Odkupi lastnih delnic, kot delež čistega poslovnega izida preteklega leta, podatki za slovenska borzna podjetja	43
Slika 6: Povprečna letna kapitalska donosnost slovenskih borznih podjetij med letoma 2013 in 2022.....	44
Slika 7: Lastniški delež Republike Slovenije v slovenskih borznih podjetjih na dan 31. 12. 2022.....	47
Slika 8: Primerjava donosnosti izbranih indeksnih skladov v obdobju med 31. 12. 1999 in 31. 12. 2019.....	58
Slika 9: Primerjava povprečne letne dividendne in kapitalske donosnosti izbranih indeksnih skladov in slovenskih borznih podjetij.....	59

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Izplačila dividend slovenskih borznih podjetij med letoma 2013 in 2022	1
Priloga 2: Izplačila dividend slovenskih borznih podjetij kot delež čistega poslovnega izida preteklega leta med letoma 2013 in 2022	2
Priloga 3: Odkupi lastnih delnic slovenskih borznih podjetij kot delež čistega poslovnega izida preteklega leta med letoma 2013 in 2022.....	3
Priloga 4: Gibanje državnega lastništva slovenskih borznih podjetij.....	4

SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

ČPI – čisti poslovni izid

DE – (angl. debt to equity ratio); razmerje med dolgom in kapitalom

FE – (angl. fixed effects); fiksni efekti

LDD – lastniški delež države

NSV – neto sedanja vrednost

RE – (angl. random effects); naključni efekti

ROE – (angl. return on equity); donosnost lastniškega kapitala

MM – Modigliani - Miller

ZDA – Združene države Amerike

1 UVOD

V magistrskem delu sem raziskoval vprašanje politike izplačil¹ podjetij, ki kotirajo na Ljubljanski borzi. Ob raziskovanju politike izplačil ameriških podjetij sem ugotovil, da se ta zelo pogosto poslužujejo odkupov lastnih delnic. Pri tem sem si postavil vprašanje, kako je z odkupi lastnih delnic slovenskih podjetij. Tako podrobneje analiziram različne teorije politike izplačil. Pri tem skušam identificirati razloge, zaradi katerih bi podjetja raje izvajala odkupe lastnih delnic, kakor je to značilno za Združene države Amerike (v nadaljevanju ZDA). Poskušam ugotoviti ali je odločitev med odkupi lastnih delnic in izplačili dividend za podjetja res irelevantna.

Podrobneje sem raziskal politiko izplačil slovenskih podjetij, ki kotirajo na Ljubljanski borzi; kako pogosto se ta podjetja odločajo za odkupe lastnih delnic in kako pogosto se odločajo za izplačila dividend. Raziskal sem, ali so pogoji, ki določajo relevantnost politike izplačil, v Sloveniji enaki kot v ZDA. Podrobneje sem proučil zakonske ureditve dividendne politike in odkupov lastnih delnic v Sloveniji ter omejitve pri izvajanju izplačila dividend in odkupov lastnih delnic. Nadalje sem podrobneje proučil slovensko davčno zakonodajo z namenom ugotoviti, kakšne so davčne stopnje v primeru izplačil dividend in kakšne v primeru odkupov lastnih delnic ter kdo je v določenem primeru plačnik davka. Davčne razlike bi namreč lahko pomembno vplivale na relevantnost politike izplačil v Sloveniji.

Raziskal sem, kateri faktorji vplivajo na dividendno politiko² podjetij. Intuitivno lahko na primer predvidevamo, da bodo višji dobički podjetij pozitivno korelirani z višino izplačil podjetij. Proučil sem, katere faktorje so kot relevantne identificirali raziskovalci in ali bi lahko rekli tudi, da so ti relevantni za slovenska borzna podjetja. V ta namen sem v magistrskem delu izvedel regresijsko analizo, s katero sem preučil vpliv različnih faktorjev na dividendno politiko slovenskih podjetij.

Predvidevali bi lahko, da podjetja politiko izplačil v času recesije prilagodijo oz. izplačila zmanjšajo. V zadnjem obdobju je bil največji padec gospodarske rasti mogoče zaznati v času epidemije covid-19. Tako sem analiziral, ali so slovenska podjetja v času epidemije covid-19 izplačala nižje dividende, kot so jih izplačevala pred tem, in kako hitro so se izplačila dividend vrnila na prejšnje ravni.

Na koncu sem primerjal politiko izplačil slovenskih borznih podjetij v primerjavi s podjetji iz Evrope in ZDA in ali slovenska podjetja izplačujejo višje dividende od tujih. Primerjal sem dividendno politiko slovenskih podjetij s tujimi. Tako sem poskušal ugotoviti, kakšne so razlike in kaj bi lahko na podlagi teh trdili o izplačilni politiki slovenskih borznih podjetij.

¹ Z izrazom politika izplačil opredelimo vse različne načine izplačil, ki jih podjetje uporablja za izplačilo denarnih sredstev delničarjem. Politika izplačil zajema tako izplačila dividend kot tudi odkupe lastnih delnic.

² Z izrazom dividendna politika mislimo zgolj na politiko odločanja o višini dividende, ki jo podjetje izplača delničarjem.

2 TEORIJE POLITIKE IZPLAČIL

Podjetje se lahko odloča med različnimi vrstami uporabe prostega denarnega toka, ki ga ustvari med letom. Te uporabe vključujejo: plačila, ki služijo za zmanjševanje glavnice posojil, plačila obresti posojil, kratkoročno investiranje sredstev v finančne naložbe, izplačevanje dividend in odkupe lastnih delnic. Izdatno vračanje posojil, ki jih je podjetje najelo velikokrat, ni najboljši način za uporabo denarnih sredstev podjetja, saj bi to lahko vplivalo na davčni ščit (obresti posojil služijo podjetjem kot t. i. davčni ščit, zaradi katerega podjetja plačujejo nižje davke). Podjetja se tako najpogosteje odločijo za eno izmed zadnjih treh možnosti. Kratkoročne investicije imajo ročnost med 3 in 12 mesecev in jih je relativno enostavno pretvoriti v denar. Takšne investicije so lahko za podjetja do neke mere dobre, saj povečujejo količino likvidnih sredstev, ki se lahko uporabijo v primeru poslabšanja poslovanja podjetja. Politika kapitalske strukture podjetja bo torej določila, kolikšen del sredstev bodo podjetja namenila za vračanje posojil, politika obratnega kapitala, kolikšen del bodo podjetja porabila za kratkoročno investiranje, politika izplačil podjetja pa, kolikšen del sredstev bo podjetje uporabilo za izplačila dividend in odkupe lastnih delnic (Birgham in Daves, 2019, str. 608-610).

Če predpostavimo, da se je podjetje odločilo za delitev dobička, potem lahko to stori z izplačilom dividend. Uprava podjetja predlaga višino dividende, pri čemer kumulativni znesek izplačanih dividend navadno predstavlja določen delež ustvarjenega dobička preteklih let. Na skupščini, ki jo uprava skliče najmanj enkrat letno, pa v primeru, da je na dnevnem redu tudi predlog izplačila dividend, o predlogu o višini in datumu izplačila dividend odločajo delničarji. Ključni datumi pri izplačilu dividend so (Birgham in Daves, 2019, str. 610-611):

- datum deklaracije: datum, na katerega se napove izplačilo dividende, prav tako se določi višino dividende in ostale ključne datume;
- presečni datum za upravičenost do izplačila dividende: presečni datum za upravičenost do dividende se določi na skupščini delničarjev; ob koncu trgovanja na presečni datum se lastnikom delnic pripiše pravica do izplačane dividende; ker na večini borz poravnava poslov traja dva delovna dneva, je delnice treba kupiti dva dni pred presečnim datumom;
- prvi trgovalni dan brez upravičenosti do dividende: prvi trgovalni dan na borzi, na katerega z nakupom delnic več ne pridobimo pravice do izplačila dividende;
- rok izplačila dividende: datum, do katerega morajo biti dividende izplačane (lahko so izplačane tudi že prej).

Drugi način razdelitve dobička oz. denarja med delničarje predstavljajo odkupi lastnih delnic. Do odkupa lastnih delnic pride, ko se podjetje odloči za odkup dela svojih delnic. Eden izmed načinov za odkup lastnih delnic je s povečanjem finančnega vzvoda, pri čemer podjetje uporabi dolg za odkup delnic. Alternativno lahko podjetje odkupi lastne delnice tudi

s presežnimi denarnimi sredstvi, če presodi, da ustvarja več prostega denarnega toka, kot ga potrebuje za servisiranje dolga. Namen odkupa lastnih delnic pa ni nujno razdelitev denarja med delničarje, podjetja lahko namreč lastne delnice odkupujejo tudi z namenom podeljevanja delniških opcij svojim zaposlenim. Odkupi lastnih delnic lahko potekajo tudi na različne načine. Najpogostejše podjetja izvajajo odkupe kar preko posrednika na prostem trgu po tržni ceni. Alternativno pa se lahko podjetja odločijo za razpis odkupa delnic, s katerim delničarjem omogočajo navedbo cene, po kateri so ti pripravljeni prodati delnice, ali pa se podjetje odloči za odkup paketa delnic od enega izmed večjih delničarjev, pri čemer se cena izoblikuje preko pogajanj (Birgham in Daves, 2019, str. 612).

2.1 Teorija Modigliani-Miller

Vpliv politike izplačil na vrednost delnice podjetja je pomemben za različne akterje. Manager mora izbrati pravo politiko izplačil za maksimiranje vrednosti podjetja. Tako se nam postavi vprašanje, ali je za podjetje bolje, da izplačuje višje ali nižje dividende. Želimo ugotoviti, ali obstaja najboljša politika izplačil, ki bi jo morala podjetja zasledovati (Miller in Modigliani, 1961, str. 411).

Predstavljajmo si popolno ekonomijo, katere značilnosti so popolni kapitalski trgi, racionalno obnašanje investitorjev in okolje brez negotovosti. Pri popolnih kapitalskih trgih ni noben posamezen kupec ali prodajalec vrednostnih papirjev dovolj velik, da bi lahko vplival na ceno. Vsi udeleženci na trgu imajo brezplačen dostop do vseh relevantnih informacij. Prav tako ob trgovanju nismo obdavčeni, borzni posrednik pa nam ne zaračunava provizije. Racionalno obnašanje investitorjev pomeni zgolj to, da sprejemajo odločitve, ki vodijo v največje povečanje njihovega premoženja. Okolje brez negotovosti pa pomeni, da investitor pozna prihodnje donose vseh svojih investicij. Ker to torej velja tudi za delnice, investitorji ne ločujejo med delnicami in obveznicami, saj je donos zanje v obeh primerih zagotovljen (Miller in Modigliani, 1961, str. 412).

S pomočjo matematičnih modelov vrednotenja podjetij ob upoštevanju zgoraj navedenih predpostavk lahko pridemo do zaključka, da politika izplačil tekočega leta ne vpliva na vrednost podjetja v tekočem letu. To ugotovitev lahko razširimo tudi na vsa prihodnja leta in sklepamo, da vrednost podjetja ni odvisna od politike izplačil. Formulo vrednotenja podjetij lahko namreč poenostavimo do te mere, da je vrednost podjetja odvisna zgolj še od količine delnic v obtoku in vrednosti posamezne delnice na začetku obdobja (Miller in Modigliani, 1961, str. 412-414):

$$V(t) \equiv n(t) \times p(t) \quad (1)$$

pri čemer predstavlja:

- n : število delnic podjetja,

- p: ceno delnice podjetja,
- V: vrednost celotnega podjetja.

V posebnem primeru, ko se podjetja financirajo izključno z lastnimi sredstvi, je možno tudi ob predpostavki popolnih kapitalskih trgov govoriti o relevantnosti politike izplačil. Takrat namreč ne moremo razlikovati med politiko izplačil in investicijsko politiko podjetij. Podjetja morajo ugotoviti donosnost razpoložljivih projektov in se na podlagi tega odločati o primerni politiki izplačil. To pa velja zgolj za opisani primer, pri čemer se podjetja v celoti financirajo z lastnimi sredstvi (Miller in Modigliani, 1961, str. 424).

Tudi ob razrahljanju določenih predpostavk lahko pokažemo, da je politika izplačil še vedno irelevantna. Tako lahko opustimo predpostavko okolja brez negotovosti, če vpeljemo predpostavko simetrične tržne racionalnosti. Ob tej predpostavki posamezen udeleženec na trgu verjame v racionalnost ostalih udeležencev in vsak udeleženec stremi k maksimizaciji svojega premoženja. Ta predpostavka prepreči nastanek špekulativnih balonov. Posamezen investitor torej ne bo nikoli kupil precenjene delnice (delnice, ki ima dolgoročni donos nižji od ostalih delnic v njegovem portfelju). V takšnih pogojih je ob dani investicijski politiki podjetja politika izplačil še vedno irelevantna (Miller in Modigliani, 1961, str. 427-429).

Podjetja lahko za investiranje uporabijo bodisi zadržane dobičke in lastniški kapital (notranje financiranje) bodisi se zadolžujejo na trgu (zunanje financiranje). Tudi v primeru zunanjega financiranja ostane politika izplačil irelevantna. Vrednosti delnic se pogosto močno spremenijo, ko podjetja najavijo spremembe svoje politike izplačil. Managerji lahko tako manipulirajo in prilagajajo ceno delnic. Investitorji lahko namreč spremembe v politiki izplačil zmotno interpretirajo kot spremembe, ki naznanjajo boljše ali slabše poslovanje podjetij. Takšne spremembe cene delnic pa niso v nasprotju s teorijo o irelevantnosti politike izplačil, saj naj bi se cene delnic stabilizirale, ko postane jasno, ali je bila v ozadju spremenjene politike izplačil tudi sprememba v uspešnosti poslovanja podjetja (Miller in Modigliani, 1961, str. 429-430).

Analitično kompleksnejše je obravnavanje tržnega dogajanja ob opustitvi predpostavke popolnih kapitalskih trgov. Predvsem je to povezano z dejstvom, da je težko določiti vse posledice njene opustitve. Ena izmed posledic je nastanek transakcijskih stroškov. Borzni posredniki običajno zaračunajo provizijo za trgovanje z delnicami. Na trgu se lahko pojavijo različne skupine investorjev, pri čemer eni preferirajo delnice, ki izplačujejo dividende, drugi pa tiste, ki jih ne. Premije na delnice določenih podjetij bi na trgu nastale samo v primeru, ko bi bilo na trgu bistveno več ene skupine investorjev. V takšnih primerih bi prišlo do učinka klientov, pri čemer bi se podjetja o politiki izplačil odločala na podlagi preferenc klientov. Ena najpomembnejših tržnih nepopolnosti, ki se pojavi ob opustitvi predpostavke popolnih kapitalskih trgov, pa je povezana z obdavčitvijo. Pri tem sta relevantna davčna stopnja na prejete dividende in na kapitalske dobičke. Tudi tukaj lahko govorimo o učinku klientov, lahko namreč pričakujemo, da bodo različne skupine

investitorjev obdavčene drugače (posamezniki z visokimi prihodki, posamezniki z nizkimi prihodki, skladi, dobrodelne organizacije ...). Če bi zaradi učinka klientov na trgu prišlo do neravnovesja cen delnic, ki se ne bi samo odpravilo, bi bilo na mestu reagiranje zakonodajalcev (Miller in Modigliani, 1961, str. 431-432).

Black in Scholes (1973) sta razvila eno vplivnejših študij na podlagi prepričanj teorije Modigliani-Miller (v nadaljevanju teorija MM). V svojem modelu uporabita podobne predpostavke, kot so predstavljene v teoriji MM (popolni kapitalski trgi, ekonomija brez davkov in transakcijskih stroškov ...). Prikažeta, da vrednost opcije ni odvisna od dividendne politike podjetja, na katerega se opcija navezuje.

Black (1976) podrobneje predstavi svoja razmišljanja o teoriji MM in politiki izplačil. Ugotavlja, da ima podjetje enako vrednost, ne glede na to ali dividendo izplačuje vsako leto ali če dividend ne izplača nikoli. Razlog naj bi bil v tem, da imajo investitorji, ki želijo priti do denarja, vedno možnost del svojih delnic prodati. Black opiše tudi nekatere probleme, ki nastanejo, ko opustimo predpostavko popolnih kapitalskih trgov. Pri tem predstavi problem vpliva davkov. Če so davki na dividende višji od davkov na kapitalske dobičke, lahko predvidevamo, da bodo investitorji raje vlagali v podjetja, ki ne izplačujejo dividend. Podjetja bi morala v takih primerih zmanjšati oz. v celoti ukiniti izplačila dividend. Transakcijski stroški po njegovem mnenju nimajo pomembnejšega vpliva na to, kako podjetja izoblikujejo politiko izplačil. Black opiše tudi možnost signaliziranja s politiko izplačil in razloge, zaradi katerih nekateri investitorji preferirajo delnice, ki izplačujejo dividende. Po njegovem prepričanju je izbira pravilne politike izplačil za podjetja še vedno težavna, ker bi morala podjetja za pravo izbiro dobro poznati obdavčitev in preference vlagateljev.

Miller (1986) pravi, da je tradicionalen pogled na politiko izplačil, ki sta ga predstavila z Modiglianijem, postal zastarel zaradi nekaterih predpostavk, ki sta jih uvedla v model. Predpostavka popolnih kapitalskih trgov in racionalnih investitorjev je močno oddaljena od realnosti, zaradi česar je sama teorija postala zastarela. V realnosti imajo investitorji preferenco po izplačilu dividende, saj si na ta način zmanjšajo tveganje, ker dobijo del vložka povrnjen že v tekočem obdobju. Miller tudi prizna, da imajo podjetja preferenco po stabilnem izplačevanju dividend, saj investitorji podjetja, ki znižajo dividende, kaznujejo s prodajo delnic.

Kritike teorije MM navadno trdijo, da tako managerje kot tudi kapitalske trge zanima politika izplačil podjetij. Navadno se izpostavlja tržne nepopolnosti, ki jih mora management podjetja proučiti, preden določi politiko izplačil podjetja. Te nepopolnosti so: davki, asimetrične informacije, problem agenta, institucionalne omejitve in transakcijski stroški (Michaely in Allen, 2002, str. 5-6).

Zaradi davkov je za podjetja optimalno, da svojo politiko izplačil prilagodijo na način, ki bo investitorjem omogočal minimizirati davčne stroške. Če so davki na dividende visoki, je

tako za podjetja optimalno, da minimizirajo dividende. Managerji lahko zmanjšujejo asimetrijo informacij na trgu, tako da preko politike izplačil predajajo informacije na trg. Zaradi problema agenta lahko manager s sredstvi, ki jih ima na voljo, deluje tako, da zasleduje svoje interese in ne interesov podjetja. Dividende so lahko v takšnih primerih orodje, s katerim se zmanjša količina sredstev, ki je na voljo managementu. Zakonske omejitve lahko nekaterim institucijam preprečujejo investiranje v podjetja, ki izplačujejo nizke dividende. Podjetjem je lahko v interesu, da se prilagodijo potrebam takšnih institucij in začnejo izplačevati višje dividende. Če izplačila dividend minimizirajo transakcijske stroške izplačil delničarjem, potem je temu treba prilagoditi tudi politiko izplačil (Michealy in Allen, 2002, str. 6).

DeAngelo in DeAngelo (2006) trdita, da je ena izmed napak modela MM tudi ta, da predvideva, da mora podjetje prosti denarni tok v celoti porabiti bodisi za investiranje bodisi za izplačilo. Investicijska politika namreč ni edina determinanta vrednosti podjetja; za podjetja tako ni dovolj, da izberejo vse projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo, ampak morajo izbrati tudi optimalno politiko izplačil. S tem avtorja pokažeta, da je teorija MM o irelevantnosti politike izplačil napačna tudi ob upoštevanju predpostavke popolnih kapitalskih trgov. Teorija MM je povzročila, da so se raziskovalci vpliva politike izplačil v glavnem osredotočali na raziskovanje vplivov tržnih nepopolnosti, niso pa ugotovili, da je politika izplačil relevantna tudi ob upoštevanju predpostavk teorije MM. Avtorja kritizirata tudi Blackovo obravnavo problema politike izplačil. Black je v svojem članku iz leta 1976 trdil, da je za podjetja ob uvedbi davkov najbolje, da prenehajo z izplačevanjem dividend. Če bi podjetja ta nasvet dejansko upoštevala, bi s tem uničila vrednost za investitorje.

Če vpeljemo predpostavko, da je podjetje v preteklem obdobju ustvarilo presežne denarne tokove in se odloča, na kakšen način naj jih razdeli med delničarje, se lahko odloči, da te razdeli v obliki dividende ali pa v obliki odkupov lastnih delnic. Če podjetje dobička ne deli, se poveča lastniški kapital podjetja. Na podlagi teorije MM je odločitev med predstavljenimi alternativnimi možnostmi v pogojih popolnih kapitalskih trgov za podjetje irelevantna. V primeru izplačila dividende pravimo, da delnica kotira z dividendo vse do presečnega datuma. Imenujmo ceno delnice pred presečnim datumom P_{CUM} . Po presečnem datumu se bo cena delnice znižala za višino dividende, nova cena pa naj bo P_{EX} (Berk in DeMarzo, 2020, str. 639-640):

$$P_{CUM} = \text{dividenda tekočega obdobja} + \text{sedanja vrednost prihodnjih dividend} \quad (2)$$

$$P_{EX} = \text{sedanja vrednost prihodnjih dividend} \quad (3)$$

Cena delnice podjetja bo po presečnem datumu padla zato, ker se bo vrednost sredstev podjetja zmanjšala za skupno vrednost vseh izplačanih dividend. Podjetje je tako porabilo presežne denarne tokove. Podobno podjetje porabi presežne denarne tokove, če se odloči za odkup lastnih delnic, vendar pa se v tem primeru zmanjša število delnic v obtoku. Nasprotni

vpliv teh dveh učinkov je v pogojih popolnih kapitalskih trgov ravno takšen, da se cena delnice ne spremeni. Naj P_{REP} predstavlja ceno delnice podjetja po odkupu lastnih delnic, potem velja (Berk in DeMarzo, 2020, str. 640-641):

$$P_{CUM} = P_{REP} \quad (4)$$

Pri tej analizi si lahko postavimo vprašanje, kaj naj storijo investitorji, če jim odločitev podjetja ne ustreza, ker si bodisi želijo denarja, podjetje pa se odloči za odkup lastnih delnic, ali pa si denarja ne želijo, podjetje pa se odloči za izplačilo dividend. V primeru, da bi investitorji preferirali izplačilo dividend pred odkupom lastnih delnic, si lahko ustvarijo t. i. doma narejeno dividendo. S prodajo dela svojih delnic lahko namreč delničarji pridobijo enaka denarna sredstva, kot bi jih v primeru, ko podjetje dividende izplača. V nasprotnem primeru lahko investitorji denar, pridobljen preko izplačila dividend, investirajo v nakup dodatnih delnic in tako povečajo količino delnic. Ker si lahko investitorji ustvarijo katerokoli kombinacijo delnic in denarja sami, so torej do politike izplačil podjetja indiferentni (Berk in DeMarzo, 2020, str. 641-642).

2.2 Teorija signaliziranja

Teorija MM predpostavlja, da imajo udeleženci na trgu popolne informacije glede poslovanja podjetja. Če pa imajo managerji podjetja dostop do notranjih informacij, se lahko odločijo te informacije tudi signalizirati na trg. Signaliziranje managerji lahko opravljajo tudi s prilagajanjem politike izplačil, saj si investitorji spremembe v politiki izplačil lahko interpretirajo kot signal glede uspešnosti poslovanja podjetja.

Predpostavimo, da delujemo na trgu asimetričnih informacij, na katerem investitorji ne poznajo pričakovane profitabilnosti projektov, ki si jih podjetja izberejo z investicijsko politiko. Investitorji imajo na voljo določeno obdobje, v katerem morajo realizirati profite, saj je njihova življenjska doba krajša od življenjske dobe podjetij (predpostavka delujočega podjetja). Obstoječim lastnikom podjetja je pomembna vrednost podjetja, ki jo dosega na trgu. Svoje dobičke morajo namreč realizirati v zadanem časovnem okviru. Dividende signalizirajo pričakovane prihodnje denarne tokove oz. donosnost projektov, ki si jih je podjetje izbralo (Bhattacharya, 1979, str. 259-260).

Investitorji lahko uporabijo dividendo kot signal, na podlagi katerega predvidijo prihodnje poslovanje podjetja, zato ker je signaliziranje z dividendno politiko podjetij kredibilno. Za kredibilnost takšnega signala je pomembno, da podjetja, ki so investirala v slabe projekte, niso zmožna izplačila visokih dividend. Če je podjetje izbralo slabe projekte na koncu obdobja, nima na voljo denarja za izplačilo visokih dividend. Takšna slaba podjetja si sicer lahko denar izposodijo na kapitalskih trgih, vendar pa zaradi tržnih nepopolnosti takšno zadolževanje podjetja ne bi bilo možno, ne da bi pri tem za podjetje nastali transakcijski stroški. Podobno bi se lahko podjetje odločilo za prodajo svojega premoženja, ki ga

potrebuje za izvajanje projektov, in na ta način prišlo do dodatnih sredstev za izplačilo visoke dividende. Nobena izmed predstavljenih možnosti pa za podjetje ni dobra, zato bo podjetje, ki je izbralo slabe projekte, tudi izplačalo nizko dividendo (Bhattacharya, 1979, str. 261-263).

Model predvideva, da bodo managerji predlagali izplačilo višjih dividend, šele ko bodo prepričani, da je povišana dividenda vzdržna v daljšem obdobju. Napačno signaliziranje bi namreč sprožilo odziv investorjev z boljšimi informacijami o poslovanju podjetja. Ti bi ob neupravičeno povišani vrednosti podjetja na trgu začeli prodajati svoje delnice. Tovrstno trgovanje pa bi preprečilo dvig cene delnice, ki bi ga podjetje želelo doseči z napačnim signaliziranjem informacij na trg (Bhattacharya, 1979, str. 269-270).

Signaliziranje z dividendno politiko je za podjetja smiselno, kadar želijo podjetja na trg dajati pozitivne signale glede svojega poslovanja. Stroški, ki bi nastali, ko bi slabo delujoča podjetja želela na trg dajati lažne informacije, bi bili za podjetja previsoki. Politika izplačil pa ni edini način, s katerim lahko management razrešuje problem informacijske asimetrije med managementom in lastniki glede poslovanja podjetja. Ta namreč izdajajo tudi računovodske izkaze in letna poročila, ki dajejo natančnejše informacije o poslovanju podjetja. V interesu managementa je, da nekatere informacije glede poslovanja podjetja zadrži zase in izkorišča prednosti, ki mu jih informacijska asimetrija prinaša. Zakon sicer preprečuje trgovanje na podlagi notranjih informacij, vendar ima lahko management tudi druge razloge za prikrivanje informacij. Delovanje managementa je sicer nadzorovano, računovodska poročila pa so pregledana s strani zunanjih revizorjev, vendar lahko management delo revizorjev oteži in doseže nepravilno podajanje informacij na trg. Tako bi bilo dobro imeti na voljo tudi »ex post« kazni za management, ki bi na trg dajal napačne informacije in ustvarjal informacijske asimetrije (Miller in Rock, 1985, str. 1046-1047).

Allen in drugi (2000) v model signaliziranja vpeljejo razlikovanje med dividendami in odkupi lastnih delnic. V modelu prav tako razlikujejo med institucionalnimi in ostalimi investitorji. Institucionalni investitorji preferirajo podjetja, ki izplačujejo visoke dividende, zato ker imajo v primerjavi z ostalimi investitorji nižje obdavčen dividendni donos. Skladno s splošno sprejeto teorijo je glavna naloga managementa maksimiziranje cene delnice. Na podlagi njihovega modela institucionalni investitorji lažje odkrijejo, kako posluje podjetje, zato ker imajo na voljo več sredstev, s katerimi lahko opravijo skrbni pregled podjetja. Če bi podjetje poslovalo slabo, bi to institucionalni investitorji najverjetneje odkrili, dividendna politika pa managementu ne bi več pomagala pri dajanju napačnih informacij na trg. Sklepamo lahko torej, da bodo podjetja, ki izplačujejo visoko dividendo, s tem na trg dajala kredibilno informacijo glede dobrega poslovanja. Tako obstaja preferenca po izplačevanju dividend med podjetji z večjim institucionalnim lastništvom kljub davčnim slabostim izplačil dividend v primerjavi z odkupi lastnih delnic. Ob odsotnosti investorjev z dividendno preferenco pa lahko predvidevamo, da bodo podjetja namesto izplačil dividend začela z odkupi lastnih delnic in povečevanjem investiranja.

2.3 Davčna teorija dividendne politike

Glavni razlogi za nasprotovanje teoriji MM so zaradi predpostavk, ki so prisotne v modelu. Ta teorija skoraj v celoti izpusti obravnavo vpliva različnih davkov in davčnih stopenj na vlagatelje. Predvsem bi bilo treba analizo razširiti na vpliv dejavnikov, ki zmanjšujejo obdavčljive donose investitorja. Analizirati pa je potrebno tudi osebne davke; davčne stopnje pri dividendnih dohodkih in davčne stopnje pri odsvojitvi kapitala. Takšna analiza je lahko precej kompleksna, saj se mejna davčna stopnja med posamezniki navadno razlikuje glede na višino prihodkov posameznika (Brennan, 1970, str. 417).

Za dobro teoretično obravnavo vpliva davčne ureditve držav na izbiro prave politike izplačil in politike zadolževanja si lahko zamislimo štiri različne davčne ureditve (Farrar in Selwyn, 1967, str. 444):

- sistem, v katerem udeleženci ne plačujejo nobenih davkov;
- sistem, v katerem obstajajo zgolj podjetniški davki;
- sistem, v katerem obstajajo zgolj osebni davki,
- sistem, v katerem obstajajo tako podjetniški kot tudi osebni davki.

Za namene analize vpeljemo (Farrar in Selwyn, 1967, str. 445):

- $\tilde{Y}$: neto dobiček posameznika zaradi lastništva delnice podjetja po plačilu vseh relevantnih davkov;
- $\tilde{X}$: dobiček iz poslovanja podjetja na delnico podjetja;
- r : tržna obrestna mera (ob predpostavki enake obrestne mere za vse deležnike);
- D_c : dolg podjetja na delnico podjetja;
- D_p : dolg posameznika na delnico podjetja;
- T_c, T_p, T_g : davčna stopnja na dohodke podjetij, osebna davčna stopnja za dohodke iz dividend in osebna davčna stopnja na kapitalske dobičke.

V prvem primeru, ko delujemo v okolju brez davkov, ugotovitve modela MM držijo. V takšnem okolju namreč politika izplačil podjetij nima vpliva na vrednost podjetja. Ob predpostavki enake obrestne mere za posameznike in podjetja na trgu dobiček posameznika izračunamo (Farrar in Selwyn, 1967, str. 445-447):

$$\tilde{Y} = \tilde{X} - r(D_c + D_p) \quad (5)$$

Vsak posameznik lahko v takem primeru najde zanj najprimernejšo raven zadolženosti, dohodek posameznika torej ni omejen zaradi strategije zadolževanja podjetja samega.

Posameznik lahko prilagaja svojo zadolženost D_p in s tem doseže točko optimalne zadolženosti D^* , za katero velja (Farrar in Selwyn, 1967, str. 445-447):

$$D^* = D_C + D_p \quad (6)$$

Denimo, da je stopnja donosa na investicije podjetja enaka ρ . Ko podjetje izkoristi vse dovolj profitabilne naložbe, se lahko odloči preostanek razdeliti med lastnike preko mehanizma odkupa lastnih delnic ali pa z izplačilom dividend. V obravnavanem primeru si lahko pomagamo s teorijo MM, ki nam pove, da je v obeh primerih povečanje premoženja posameznega vlagatelja enako. V teoretičnem primeru gospodarstva brez davkov, politika izplačil ne bi imela vpliva na vrednost podjetja (Farrar in Selwyn, 1967, str. 445-447).

Ko v analizo vpeljemo podjetniške davke, bi bilo treba obravnavo razširiti še najmanj na učinke davčnega štita in na primerjavo med notranjim in zunanjim financiranjem podjetja. V takšnih pogojih je potrebno tudi ločevati med obrestno mero, po kateri se zadolžuje posameznik, in obrestno mero, po kateri se zadolžujejo podjetja. Efektivna obrestna mera bo namreč za podjetja nižja (Farrar in Selwyn, 1967, str. 445-447):

$$R_E = r(1 - T_C) \quad (7)$$

Ob uvedbi podjetniških davkov pridemo do sklepa, da je za podjetja optimalno, da se financirajo s kar se da velikim deležem dolga. Uvedba teh sicer ne vpliva na pravilnost teorije MM. Tudi v teh pogojih namreč možni dobički posameznika niso omejeni (Farrar in Selwyn, 1967, str. 447-448):

$$\tilde{Y} = (\tilde{X} - rD_C)(1 - T_C) - rD_P \quad (8)$$

Podjetja morajo plačevati podjetniški davek – davek na dobiček, vendar tega plačajo šele po tem, ko so od dobička odštete obresti. Obrestni odhodki torej zmanjšajo višino davka, ki ga podjetja plačajo. Ta značilnost davkov predstavlja spodbudo podjetjem, da se financirajo z dolgom. Obrestni davčni ščit predstavlja dodaten davek, ki bi ga podjetje plačalo, če se ne bi financiralo z dolgom (Berk in DeMarzo, 2020, str. 556-557).

Brennan (1970) razvije model na predpostavkah znanega modela CAPM. Predpostavi, da na trgu obstajajo investitorji, ki morajo donos realizirati v prihodnjem obdobju. Vsak investitor preko trgovanja z drugimi doseže svojo ravnovesno točko. Predvideva še, da se obdavčitve med investitorji razlikujejo, zato se bodo razlikovale tudi njihove ravnovesne točke.

Predstavljajmo si okolje, v katerem obstajajo podjetniški in osebni davki (pri čemer bomo razlikovali med davčno stopnjo na prejete dividende in davčno stopnjo na dobiček dosežen z odsvojitvijo finančnega kapitala, saj ti davčni stopnji nista nujno enaki). Investitorji bodo različno obdavčeni in bodo imeli različno mejno davčno stopnjo. Investitorji morajo izbrati

optimalen portfelj naložb za prihodnje obdobje. Za doseg tržnega ravnotežja mora vsak investitor najti svoje ravnotežje. Ravnotežje posameznika bo odvisno od davčnih stopenj posameznika na dividende (t_{di}) in davčne stopnje na kapitalski dobiček (t_{gi}). Predpostavimo, da sta ti davčni stopnji konstantni in neodvisni od investitorjeve izbire portfelja. Nadalje naj T_d predstavlja tehtano povprečje mejnih davčnih stopenj investorjev na prejete dividende, T_g pa tehtano povprečje mejnih davčnih stopenj investorjev na kapitalne dobičke. Predpostavimo tudi, da so dividende posameznika obdavčene najmanj toliko kot kapitalski dobički. Naj velja (Brennan, 1970, str. 420-422):

$$t_{di} \geq t_{gi} \geq 0 \text{ za vse investitorje, povprečna davčna stopnja investorjev } 0 \leq T \leq 1 \quad (9)$$

Predpostavljamo tudi, da je držanje delnic podjetja tvegano in da so različna podjetja različno tvegana. V takšnih pogojih bo pričakovana donosnost delnic dveh podjetij, ki ju ocenimo kot enako tvegani, enaka zgolj v primeru, da bosta ti podjetji izplačevali tudi enako visoko dividendo. V primeru, ko bo eno podjetje izplačevalo višjo dividendo, bodo investitorji za enako ceno delnice zahtevali višjo donosnost zaradi predpostavke višje obdavčitve dividendnih donosov od kapitalskih dobičkov (Brennan, 1970, str. 422-423).

Miller in Scholes (1978) trdita, da lahko investitorji svoje portfelje prilagodijo glede na višino davčnih stopenj. Prav tako lahko podjetja izberejo optimalno politiko izplačil, tako da ugotovijo, kakšne davčne stopnje morajo plačati investitorji. Če je davčna stopnja na dividende višja od davčne stopnje na kapitalne dobičke, potem je za podjetje najbolje, da zadrži dobiček ali pa odkupi lastne delnice. Trdita, da je pomembna tudi davčna stopnja na dobičke podjetij, saj je od nje odvisno, koliko denarja bo ostalo podjetju na voljo za razdelitev med delničarje. Nadgradnja Brennanove teorije pa je ideja, da si lahko investitorji, ki si želijo izplačilo, sami ustvarijo t. i. »doma narejeno dividendo«, tako da prodajo del svojih delnic. Tako tudi v teoretičnem primeru, ko investitorji ne bi plačali davka na dividende, podjetjem dividend ne bi bilo treba izplačevati, saj si lahko investitorji želeno dividendo ustvarijo sami.

2.4 Teorije stroškov agenta in prostega denarnega toka

Ekonomski modeli največkrat delujejo na predpostavki popolne skladnosti interesov managementa in lastnikov podjetja. Ker pa to pogosto ne drži, bi moral biti cilj politike izplačil minimizirati stroške kapitala, stroške agentov in stroške obdavčitve. Predpostavimo, da managerji ne delujejo vedno v skladu z interesom lastnikov in da lahko zasledujejo lastne cilje. Takšna predpostavka je smiselna, saj managerji niso prejemniki dobička podjetja. V takšnih pogojih bodo investitorji razmislili o uvedbi različnih spodbud, ki bi zmanjšale neskladnost interesov med njimi in managementom. Stroške zmanjševanja teh neskladnosti morajo nositi lastniki podjetja, pravimo pa jim stroški agentov (Easterbrook, 1984, str. 650-653).

Stroški agenta nastajajo zaradi potrebe po nadzoru oz. monitoringu managementa. Interes vsakega posameznega vlagatelja po nadzoru agenta je zgolj tako velik, kot je njegov delež v lastništvu podjetja. Za posameznega vlagatelja je tako najverjetneje strošek nadzora managementa previsok, da bi ga plačal sam. Za vlagatelje bi bilo tako najbolje, da bi nadzor izvajali s skupnimi sredstvi (Easterbrook, 1984, str. 653).

Naklonjenost managementa k tveganju lahko pomembno vpliva na poslovanje podjetja. Za managerje slabo poslovanje podjetja pomeni izgubo službe, dobro poslovanje pa je lahko povezano z nagradami. Managerji, ki niso naklonjeni k tveganju, bodo izbrali projekte z zagotovljenimi donosi, četudi so ti donosi nižji. Kadar pa managerji tvegajo več, to tveganje prevzemajo tako investitorji kot tudi ostali upniki podjetja. Investitorji so edini, ki lahko preko izbire bolj tveganih projektov povečajo svoje dobičke, za ostale upnike pa je izbira takšnih projektov povsem neracionalna. Tveganje podjetja se lahko spremeni tudi s spremembami razmerja med dolgom in lastniškim kapitalom. To razmerje se lahko spremeni s spremembo politike izplačil, ko se določi, kako visoke dividende bo podjetje izplačalo in koliko prihodnjih projektov bo financiranih preko zadržanih dobičkov (Easterbrook, 1984, str. 653).

Zgoraj navedena problema sta lahko rešljiva tako, da se zagotovi, da investitorji niso edini zadolženi za nadzor managementa. Če se podjetje bolj zadolžuje, se s tem povečajo tudi interesi kreditodajalcev po nadzoru podjetja. Redno izplačevanje dividend zmanjša količino sredstev, ki jih ima manager na razpolago. Za financiranje novih projektov se bo tako moralo podjetje pogosteje zadolževati. Na ta način se tveganje lastnikov podjetja zmanjša, saj si preko dividend povrnejo del vloženih sredstev, prav tako pa vsaj deloma proces nadzora managementa prenesejo na kreditodajalce in zmanjšajo svoje stroške nadzora. Odkupi lastnih delnic bi v tem primeru imeli podobno funkcijo kot izplačevanje dividend (Easterbrook, 1984, str. 654-655).

Če imajo podjetja na voljo velike denarne rezerve, je problem nadzora managementa še toliko večji. V takšnih pogojih podjetja sprejemajo tudi projekte z negativno neto sedanjo vrednostjo (v nadaljevanju NSV). Zato je še toliko pomembnejše, da takšna presežna sredstva managementu niso na voljo. Hitro rastoča podjetja, ki imajo na voljo številne projekte, se bodo pogosteje zadolževala na trgu. Tako lahko pričakujemo, da bodo finančni trgi pogosteje ocenjevali poslovanje teh podjetij, zato bo pri takšnih podjetjih problem z nadzorom managementa manjši. Pri podjetjih, ki generirajo visok prosti denarni tok, ampak imajo na drugi strani majhno število profitabilnih projektov, pa je lahko problem nadzora bolj izrazit, saj se takšna podjetja ne bodo pogosto zadolževala na trgu (Jensen, 1986, str. 324).

Gotovo ni presenetljivo, da lahko z ekonometričnimi modeli potrdimo, da managerji v podjetjih delajo boljše, kadar so zato tudi bolje nagrajeni. Potrdimo lahko tudi, da je zvišanje cene delnice pozitivno korelirano s plačami managementa. Problematično pa je lahko

zviševanje plače managementa v odvisnosti od obsega prodaje v podjetju. V takšnih primerih postane interes managementa razširiti obseg poslovanja, četudi se na ta način preseže optimalno velikost podjetja. Interesi po povečanju obsega poslovanja so lahko tudi v dejstvu, da se s tem poveča količina sredstev, ki jih ima management na razpolago (Murphy, 1986, str. 68-74).

Management ima več razlogov, zaradi katerih želi podjetje širiti preko svoje optimalne velikosti. Rast podjetja poveča moč managementa, pogosto pa vodi tudi v višjo kompenzacijo, zato ker so plače managementa velikokrat odvisne tudi od rasti prodaje. Konkurenca podjetja sili k učinkoviti proizvodnji, zato naj bi tudi management podjetja iskal točko najvišje učinkovitosti, saj mu je v interesu ohraniti zaposlitev. Vendar pa je trg pogosto daleč od pogojev popolne konkurence predvsem pri podjetjih, ki razvijajo novo tehnologijo ali vstopajo v nove trge. Takšnim podjetjem torej ni treba strogo zasledovati optimalne velikosti podjetja (Jensen, 1986, str. 323).

Konflikt interesov med managementom in lastniki je pri podjetjih z visokim prostim denarnim tokom navadno večji. Problem, s katerim se srečujemo, pa je, kako najbolje motivirati management, da prosti denarni tok preusmeri k lastnikom in ne k neprofitabilnim projektom. Skladno s tem lahko predvidevamo, da se bodo cene delnic povečale s povišanjem izplačil delničarjem in padle, ko se ta izplačila zmanjšajo. Izjema so podjetja, ki imajo na voljo še dovolj projektov s pozitivno NSV. V primeru dodatnega zadolževanja in v primeru prodaje novih delnic na trg pa naj bi se cena delnice znižala, saj takšna dejanja povišajo količino denarja, ki ga ima na voljo management, s čimer se povečajo tudi tveganja (Jensen, 1986, str. 323-325).

Zaščita vlagateljev se med državami razlikuje, v veliki meri pa je ta odvisna od pravnega sistema države. Pravna zaščita vlagateljev je odvisna tako od zakonodaje kot tudi od učinkovitosti njenega izvrševanja. Največja pravna sistema sta anglosaški in kontinentalni pravni sistem.³ Države z anglosaškim pravnim sistemom (kot sta Velika Britanija in ZDA) lahko zagotovijo učinkovito zaščito manjšinskih delničarjev, medtem ko naj bi bili vlagatelji iz držav kontinentalnega pravnega sistema slabše zaščiteni. Učinkovita zaščita investorjev se izraža v nižjih stroških agenta. Posledica neučinkovitega pravnega sistema za zaščito vlagateljev naj bi bilo bolj koncentrirano lastništvo podjetij (La Porta in drugi, 2000, str. 3-4).

V učinkovitih sistemih imajo manjšinski delničarji možnost uporabe pravnih sredstev, s katerimi podjetje prisili k izplačilu presežnih denarnih sredstev in s tem preprečijo, da bi management ta porabil za zasledovanje svojih koristi. Prav tako imajo delničarji možnost izraziti nezadovoljstvo s politiko izplačil preko prodaje delnic ali pa s tožbo v primeru potratnega obnašanja posloводства. Tako lahko predvidevamo, da bo delničarjem v

³ Slovenija spada med države s kontinentalnim pravnim sistemom, torej med države, v katerih naj bi bila pravna zaščita majhnih delničarjev slabša.

učinkovitejših sistemih uspelo pridobiti višja izplačila. Dalje lahko sklepamo, da se bodo delničarji v učinkovitih državah pripravljali odreči visokemu izplačilu, če bo imelo podjetje na voljo dovolj investicijskih priložnosti. Delničarji se bodo v takšnih sistemih namreč zavedali, da jim bodo investicije podjetja v tekočem obdobju omogočile pridobiti še višje izplačilo od podjetja v prihodnjem obdobju. V državah s slabo zaščito delničarjev pa se lahko zgodi, da delničarji ne bodo pristali v nižje dividende, ker ne bodo prepričani, ali jim bo na račun odrekanja v tekočem obdobju v prihodnosti res zagotovljeno boljše izplačilo (La Porta in drugi, 2000, str. 5-6).

Podjetja se morajo na trgu večkrat zadolževati, cena kapitala pa bo odvisna od tveganosti in slovesa, ki ga takšna podjetja premorejo. Podjetja si z izplačevanjem visokih dividend pridobijo dober sloves predvsem v sistemih, v katerih je zaščita delničarjev nižja. Posledično je v takih sistemih potreba podjetij po izplačevanju višjih dividend večja. Skladno s tem imajo podjetja z večjim potencialom za rast večjo potrebo po pridobitvi dobrega slovesa, saj obstaja večja verjetnost, da bodo v prihodnosti za rast potrebovala dodaten kapital. Vendar pa je pri takih podjetjih navadno prisotnih tudi več investicijskih priložnosti. Izbira pravilne politike izplačil je v takih podjetjih zato težja (La Porta in drugi, 2000, str. 7-8).

2.5 Teorija klientov

Tržne nepopolnosti, kot je obstoj transakcijskih stroškov in različnih obdavčitev investitorjev, lahko povzročijo, da investitorji izbirajo podjetja, ki so zanje bolj primerna. Podjetja bi se sicer lahko v takšnih primerih odločila za prilagoditev svoje politike izplačil, tako da bo ta bolj skladna z določenim tipom investitorjev. Pod predpostavkami teorije popolnih kapitalskih trgov so za podjetja vsi tipi investitorjev enako dobri, zato podjetja za takšno prilagajanje nimajo pravih razlogov. Tudi če bi se na trgu zaradi tega pojavila določena neravnovesja, ko bi bilo na trgu pomanjkanje podjetij z določeno vrsto politike izplačil, to ne bi poslabšalo položaja investitorjev, saj bi ti ustvarili sebi primerno politiko izplačil s kombiniranjem različnih delnic. Do obstoja tržnih premij ali diskontov bi prišlo zgolj, kadar bi na trgu primanjkovalo delnic iz ene izmed obeh skrajnih strani dividendne politike (Miller in Modigliani, 1961, str. 431).

Zaradi poenostavitve modela predpostavimo, da obstajata zgolj dve skupini investitorjev. Prvo skupino sestavljajo institucije, ki ne plačujejo davkov, drugo skupino pa posamezni investitorji, ki so obdavčeni. Vemo namreč, da so dobrodelne organizacije, univerze in nekatere druge institucije oproščene plačila davka. Institucije imajo tudi večji vpliv, saj imajo na voljo več glasovalnih pravic za odločanje in večji vpliv na tržno ceno delnic, ker lahko kupujejo in prodajajo večje količine delnic. Druga predpostavka je, da dividende služijo za privabljanje institucionalnih vlagateljev. Na podlagi podanih predpostavk lahko sklepamo, da bo v razmerah tržnega ravnovesja (razmere, v katerih nobeno podjetje ni precenjeno ali podcenjeno) za institucije bolj smotrno investiranje v podjetja, ki izplačujejo visoke dividende (Allen in drugi, 2000, str. 2500).

Ker bodo institucije pogosteje izbirale podjetja, ki izplačujejo visoke dividende, in ker bodo institucije pred investiranjem opravile tudi skrben pregled takšnih podjetij, lahko predvidevamo, da bodo podjetja, ki izplačujejo višje dividende, tudi bolj stojеča. Slabo stojęča podjetja pa ne bodo želela privabljati institucij, saj bi na ta način povečala verjetnost, da bodo vlagatelji razkrili njihovo pravo kakovost. Podjetja lahko torej preko dividendne politike na trgu signalizirajo svojo kakovost. Če bi podjetje, ki ima veliko institucionalnih vlagateljev, začelo slabše poslovati, lahko institucionalni vlagatelji izvedejo zamenjavo managementa ali pa prevzem takšnega podjetja. Ker bo obstoječi management želel preprečiti takšen prevzem podjetja in zadržati svoje službe, bo to zanj delovalo kot spodbuda k dobremu vodenju podjetja in še nadaljnjemu izplačevanju visokih dividend (Allen in drugi, 2000, str. 2501).

2.6 Teorija vrabca v rokah

Teoretično gledano investitor z nakupom delnice bodisi kupi čisti dobiček na delnico podjetja in dividende, bodisi dividendo podjetja, bodisi čisti dobiček na delnico. Intuitivno se zdi, da investitor z nakupom delnice plača prihodnje dividende podjetja. Če torej predvidevamo, da investitor z nakupom delnice kupi dividende, moramo pri vrednotenju delnice upoštevati vse prihodnje dividende, ki jih bo podjetje izplačalo. Tako za investitorja ni pomembna zgolj vrednost trenutne dividende, ampak tudi vseh prihodnjih, in tako ga zanima rast dividende. Najboljši pokazatelj glede prihodnje rasti, na katerega se lahko investitor pri tem opira, je višina zadržanih dobičkov. Za investitorja dividende predstavljajo neke vrste denarni tok. Pričakovane prihodnje dividende mora investitor diskontirati. Diskontna stopnja ima pri obravnavi problema pomembno vlogo, saj dovolj visoka stopnja povzroči, da je za investitorja zanimivejše podjetje, ki ima nižjo stopnjo rasti dividende in višjo trenutno dividendo, v primerjavi s podjetjem, ki bi na začetku izplačevalo nižje dividende, vendar imelo višjo stopnjo rasti dividend (Gordon, 1959, str. 101-102).

Argument, da investitor z nakupom delnice kupi čisti dobiček na delnico podjetja, je v dejstvu, da investitor z nakupom te delnice dobi lastniško pravico za upravljanje sorazmernega dela dobička podjetja. Dividenda zanj predstavlja denarni tok, zadržani dobički pa predstavljajo rast vrednosti delnice. Če investitor želi pridobiti več denarnih sredstev, lahko vedno proda del svojih delnic. Obdavčitev dividend bi lahko privedla tudi do tega, da investitor preferira zadržane dobičke pred dividendami. Hipoteza čistega dobička na delnico ni v nasprotju s hipotezo dividende podjetja. Prva naj bi veljala vedno, edino vprašanje pa je, ali lahko dokažemo drugo, torej da investitor kupi delnico zgolj zaradi prihodnjih dividend, ki jih ta obljublja. Če omenjeni teoriji združimo, lahko sklepamo, da investitor kupi delnico tako zaradi prihodnjih dividend kot tudi zaradi čistega dobička na delnico (Gordon, 1959, str. 102-103).

Podjetja bodo s povečevanjem zadržanega dobička povečevala pričakovanja investitorjev glede prihodnjih dividend, vendar pa povečevanje zadržanih dobičkov tudi povečuje

negotovost, saj se ti uporabljajo za investiranje, investicije pa so po svoji naravi tvegane. Zaradi večjega tveganja, ki ga bodo investitorji pripisovali podjetjem, ki redkeje izplačujejo dividende in si ustvarjajo večje zadržane dobičke, bodo preferirali podjetja, ki redno izplačujejo dividende. Zato bodo investitorji višje vrednotili podjetja, ki izplačujejo dividende, v primerjavi s tistimi, ki jih ne. Na podobnem principu je utemeljena že uveljavljena teorija o tem, zakaj se za obveznice podjetij z daljšim rokom dospelosti zahteva višja donosnost (Gordon, 1959, str. 103-104).

Miller in Modigliani (1961) izpostavita nekatere pomanjkljivosti Gordonovega modela. Trdita, da je Gordon naredil bistveno napako, ker ni ločeval med investicijsko politiko in politiko izplačil podjetij. Podjetja se morajo za izvajanje svoje dejavnosti namreč financirati bodisi z dolgom bodisi preko vložkov investitorjev. Zmanjšanje izplačil torej samo pomeni, da ima podjetje na voljo več lastnih sredstev in manjšo potrebo po zunanjem financiranju. Zgolj opazovanje diskontne stopnje pri obravnavi omenjenega problema tako ni dovolj. Sprememba politike izplačil vpliva zgolj na distribucijo prostega denarnega toka med dividende in kapitalske dobičke. Povečanje izplačil podjetja bo vodilo v hkratno zmanjšanje rezerv podjetja, kar bo preprečilo kakršenkoli vpliv politike izplačil na vrednost podjetja. Če se investitorji obnašajo racionalno, takšna sprememba ne more vplivati na vrednost podjetja. Če bi Gordonova teorija držala, bi investitorji konsistentno plačevali premijo na delnice podjetij, ki izplačujejo dividende, kar bi takšna podjetja postavilo v nadrejeni položaj.

2.7 Teorija substitucije

Skladno s teorijo MM bi lahko sklepali, da so dividende in odkupi lastnih delnic neke vrste substituti za podjetja. Grullon in Michaely (2002, str. 1652-1653) trdita, da teorija, ki predvideva, da so dividende in odkupi lastnih delnic substituti, ni v nasprotju z večino razvitih teorij na področju politike izplačil. Tako v glavnem ni v nasprotju s teorijo MM, niti s teorijo signaliziranja in niti s teorijo stroškov agenta. Viri, iz katerih se pridobijo sredstva za odkupe lastnih delnic in za izplačilo dividend, so praktično enaki, prav tako je namen tako v primeru odkupov lastnih delnic kot tudi v primeru izplačil dividend enak, saj se v obeh primerih dobiček izplača investitorjem. Mehanizem za izplačilo in davčne implikacije izplačila pa so lahko v teh dveh primerih drugačni. Pomembno je tudi, ali se podjetja o izplačilih dividend in odkupih lastnih delnic odločajo hkrati. Možno je, da se podjetja najprej odločajo glede investicijske politike in izplačila dividend in šele kasneje glede odkupov lastnih delnic. Obstoječa teorija tako ne poda zanesljivega odgovora, ali bi lahko dividende in odkupe lastnih delnic obravnavali kot substitute, kljub temu da je to vprašanje bistvenega pomena za teorijo politike izplačil.

3 EMPIRIČNE ŠTUDIJE POLITIKE IZPLAČIL

3.1 Študije vpliva na vrednost politike izplačil

Relevantnost politike izplačil še vedno velja za do določene mere odprto vprašanje med raziskovalci politike izplačil. Večina empiričnih študij, ki so bile izvedene kot odziv na teorijo MM, so sicer prikazale dokaze proti veljavnosti te teorije. Kljub temu je teorija MM še danes ena najvplivnejših teorij na področju dividendne politike, med raziskovalci pa na tem področju ni širšega konsenza. Rezultati študij so različni, saj se moramo zavedati, da so bile izvedene v različnih časovnih obdobjih, na različnih vzorcih podjetij in z uporabo različnih pristopov.

Fama in Babiak (1968) sta izvedla empirično študijo za testiranje teorije MM, pri čemer sta analizirala izplačila 392 podjetij v obdobju med letoma 1946–1961, katerih delnice so kotirale na newyorški borzi. Rezultati študije so pokazali pozitivno korelacijo med ceno delnice in višino dividende. Rezultati so torej v nasprotju s predpostavkami teorije MM, na podlagi katere dividendna politika ne bi smela vplivati na ceno delnic. Pomanjkljivost te študije pa je, da niso bile vključene nekatere pojasnjevalne spremenljivke, ki bi lahko vplivale na rezultate, kot so davki.

Fama in French sta znana predvsem po tem, da sta razvila trifaktorski model vrednotenja delnic, ki velja za neko vrsto razširitve modela CAPM. V svoji študiji Fama in French (2001) proučujeta, zakaj se podjetja v ZDA vse redkeje odločajo za izplačila dividend. Trdita, da lahko visoka dividendna donosnost pritegne vlagatelje, ki si želijo takšne donosnosti, in s tem poveča ceno delnice. Podjetje naj bi s povišanjem izplačila dividend tudi signaliziralo, da posluje dovolj dobro, da si lahko takšna izplačila privošči, podjetje, ki zniža izplačila, pa s tem signalizira finančno šibkost. V svojem regresijskem modelu kot kontrolne spremenljivke postavita spremenljivke iz svojega trifaktorskega modela (tržno tveganje, velikost podjetja, razmerje med knjigovodsko in tržno vrednostjo podjetja) in spremenljivko rasti cene delnice podjetja v zadnjem obdobju (veljalo naj bi namreč, da je večja verjetnost, da bo podjetjem, ki jim je vrednost delnice v zadnjem obdobju rasla, ta rasla tudi v bližnji prihodnosti in obratno). Kljub upoštevanju vseh navedenih faktorjev avtorja pokažeta, da imajo podjetja, ki izplačujejo visoke dividende, tudi boljše donose. Takšni rezultati raziskave so v nasprotju s teorijo MM.

3.2 Študije, utemeljene na teoriji signaliziranja

Iz teorije signaliziranja sledijo tri pomembnejše implikacije, ki jih je možno empirično testirati (Michealy in Allen, 2002, str. 66):

- spremembi višine dividende bi morala slediti sprememba v dobičku podjetja v enaki smeri,

- nepričakovani spremembi dividende naj bi sledila sprememba cene delnice v enaki smeri,
- zaradi nepričakovane spremembe dividende naj bi se spremenila tudi tržna pričakovanja glede prihodnje dobičkonosnosti podjetja.

Asquith in Mullins (1983) analizirata desetletne podatke za 168 podjetij, ki so prvič začela izplačevati dividende. Preverjala sta gibanje cene delnice na dan naznanila dividende. Nato sta za vsako delnico določila presežno donosnost po naznanilu povečanja dividende. Presežno donosnost sta definirala kot razliko med dejansko donosnostjo delnice in donosnostjo kontrolnega portfelja. Za analizo sta izbrala dva dneva, ker se v nekaterih primerih dividendo naznani dan, preden je novica o dividendi objavljena. Na podlagi njunih rezultatov je pri kar 70 % podjetij bilo zaznati presežno donosnost zaradi naznanila dividende. Presežna donosnost je v povprečju znašala 3,7 %. Pri analizi je treba upoštevati tudi, ali so bili v obdobju naznanitve dividende za podjetje objavljeni tudi kakšni drugi relevantni podatki, ki bi lahko imeli večji vpliv na ceno delnice. Tako sta raziskovalca iz analize izločila tiste, pri katerih se je v obdobju ± 10 dni od naznanila dividende objavilo tudi druge informacije glede poslovanja podjetja (poslovni izid podjetja, prevzemi, tožbe ...). Ob izločitvi teh rezultatov se je presežna donosnost podjetij ob naznanilu dividende še povečala na 4,7 %.

Podporniki teorije signaliziranja trdijo, da spremembe v politiki izplačil nosijo signal prihodnje profitabilnosti podjetja. Benartzi in drugi (1997) želijo to teorijo potrditi z opazovanjem nepredvidene spremembe dobička podjetij, ki so spremenila svojo dividendno politiko. Podjetje, ki napove povišanje dividend, bi torej moralo v prihodnjih letih imeti nepričakovano boljši poslovni rezultat in obratno, podjetja, ki znižajo dividende, bi morala imeti slabši poslovni rezultat v prihodnjih letih. Pri tem predpostavimo, da večja sprememba vrednosti dividend predstavlja močnejši signal. Raziskovalci so analizo izvedli za 1025 ameriških podjetij v obdobju 1979–1991. Rezultati kažejo, da je v resnici dobiček preteklega obdobja tisti, ki vpliva na velikost dividende, te pa naj ne bi bile dober pokazatelj uspešnosti poslovanja podjetja v prihodnje. V splošnem za podjetja, ki so zvišala dividendo, velja, da se jim je dobiček v preteklem letu povišal, nasprotno pa velja za podjetja, ki so v tekočem letu znižala dividende.

Postavimo si lahko tudi vprašanje, ali management predlaga višje dividende zato, ker verjame, da je povišanje dobička podjetja »nova realnost« (dobiček podjetja se v prihodnosti ne bo zmanjšal, ampak bo ostal na povišani ravni, ki jo je podjetje doseglo v preteklem obdobju). V ta namen lahko podjetja, ki se jim je v baznem letu povišal dobiček, ločimo na tista podjetja, ki so se v tem letu odločila tudi za povišanje izplačila dividend, in na tista, ki dividendne politike niso spreminjala. Rezultati kažejo, da se je podjetjem, ki so povišala dividende, dobiček povišal tudi v naslednjem letu, podjetjem, ki niso spreminjala dividendne politike, pa se dobiček v prihodnjem letu v povprečju ni več povečal (Benartzi in drugi, 1997, str. 1023).

Grullon in Michaely (2004) raziskujeta, kakšno informacijo dajejo podjetja z odkupi lastnih delnic. Na podlagi podatkov iz Compustat so ameriška podjetja v obdobju med letoma 1984 in 2000 v povprečju za odkupe lastnih delnic porabila 26 % letnega dobička. V letih 1999 in 2000 pa so podjetja prvič več denarja porabila za odkupe lastnih delnic kot za izplačila dividend. Skladno s teorijo signaliziranja naj bi odkupi lastnih delnic, podobno kot izplačila dividend, signalizirali prihodnjo dobičkonosnost podjetja. Motivacija za odkupe lastnih delnic izhaja tudi iz teorij stroškov agenta, saj odkupi lastnih delnic zmanjšajo količino denarja, ki je na voljo managementu, in tako preprečujejo preveč tvegano obnašanje managementa. Raziskovalca nista našla dokazov, ki bi podprli teorijo signaliziranja, ki predvideva, da bi se morala profitabilnost podjetja povečati po razglasitvi odkupov lastnih delnic. Podatki za ameriška podjetja nakazujejo, da se dobičkonosnost podjetij, ki odkupijo lastne delnice, v primerjavi s tistimi, ki jih ne, dejansko ne izboljša. Še bolj zanimivo je, da analitiki po razglasitvi odkupa lastnih delnic navadno znižajo oceno podjetja. Skladno z Jensenovo teorijo prostega denarnega toka rezultati nakazujejo, da odkupi lastnih delnic podjetja vodijo v znižanje izdatkov za raziskave in razvoj in v zmanjšanje prostega denarnega toka podjetja. Ugotovitve tako nakazujejo, da podjetja zvišajo izplačila zaradi zmanjšanja investicijskih možnosti.

Watts (1971) je na podlagi podatkov za 310 podjetij testiral, ali dividende vsebujejo informacijo o prihodnji profitabilnosti podjetja, kakor to predvideva teorija signaliziranja. Njegovi rezultati nakazujejo, da je razlika med spremembo dobička v prihodnjih obdobjih med podjetji, ki so povišala dividendo, in med tistimi, ki je niso, majhna. Na podlagi zbranih rezultatov sklepa, da če imajo nepričakovane spremembe informacijsko vrednost za investitorje, je ta trivialna. Takšna informacija naj bi imela za investitorje le majhno vrednost, saj je ne bi mogli učinkovito porabiti (če predpostavimo, da mora ob nakupu/prodaji delnic plačati tudi transakcijske stroške).

Satt in Iatridis (2021) analizirata podatke za ameriška podjetja v obdobju med letoma 2011 in 2019. Ugotovila sta, da podjetja, ki objavljajo kompleksnejša letna poročila, težje sporočajo pravo vrednost podjetja svojim investitorjem. V takšnih primerih nastanejo pogoji višje informacijske asimetrije med investitorji. V zadnjem obdobju investitorji zaradi razvoja tehnologije tudi lažje dostopajo do velikega obsega informacij o poslovanju podjetij. V okolju z visoko informacijsko asimetrijo je uporaba politike izplačil za podjetja pomembnejša, saj ta zmanjšuje informacijsko asimetrijo in posledično vpliva na vrednost podjetja. Rezultati tako nakazujejo, da je teorija signaliziranja relevantna vsaj za podjetja na ameriškem trgu.

3.3 Študije, utemeljene na davčni teoriji

3.3.1 Študije vpliva davčnih stopenj

Poterba in Summers (1984) raziskujeta, ali različne davčne stopnje na kapitalske dobičke in dividende vplivajo na politiko izplačil in kakšen vpliv imajo te na investicijsko politiko podjetja. V študijo sta vključila 16 večjih podjetij iz Velike Britanije in zanje zbrala podatke o cenah delnic v obdobju med letoma 1955 in 1981 ter podatke o izplačilih teh podjetij. Razlog za izbiro podjetij iz VB je, da imajo podjetja in posamezniki drugačno obdavčitev ob izplačilu dividend, kar omogoča ločeno obravnavo posameznikov in podjetij. Prav tako je VB v preteklosti pogosto spreminjala davčno stopnjo na dividende, zaradi česar je možno analizirati posledice spremembe davčnih stopenj na politiko izplačil podjetij.

Obdavčitev dividend ima pomemben vpliv na izbiro politike izplačil v podjetjih. Pri obravnavi skupnega davčnega bremena na dobičke podjetij morajo podjetja upoštevati tako davke na dobičke podjetij, ki jih podjetja plačujejo neposredno, kot tudi davke na prejete dividende, ki jih plačujejo posredno preko svojih vlagateljev. V tem pomenu lahko govorimo o dvojni obdavčitvi dobičkov podjetij. Rezultati raziskave nakazujejo, da zmanjšanje obdavčitve dividend ne vodi le v njihovo povečano izplačevanje, temveč tudi v povečano raven investicij in v znižanje stroškov kapitala za podjetja. Prav tako lahko sklepamo, da bi znižanje obdavčitve dividend pomagalo pri zmanjševanju neučinkovitosti, ki nastanejo zaradi vpliva dvojne obdavčitve. Te vključujejo neučinkovito razdelitev kapitala med današnjo in bodočo potrošnjo, nepravilno izbiro finančne politike in prevzemanje previsokih tveganj s strani investorjev (Poterba in Summers, 1984, str. 73-75).

Graham (1999) skuša najti odgovor na vprašanje, ali imajo obdavčitve dohodkov posameznikov vpliv na sprejemanje odločitve o strukturi financiranja podjetij. V svoji študiji je zajel vsa industrijska podjetja, za katera so bili na voljo podatki, iz podatkovne baze Compustat v obdobju med letoma 1971 in 1994. Graham je opazoval, kako se je spreminjalo razmerje med lastniškim kapitalom in dolgom glede na stopnjo obdavčitve dohodkov posameznikov. Pri tej analizi mu je pomagalo dejstvo, da so se davčne stopnje na prihodke posameznikov v obravnavanem obdobju večkrat občutno spremenile. Rezultati nakazujejo, da se v primeru višjih davčnih stopenj na prihodke posameznikov podjetja raje odločajo za dolžniško financiranje, prav tako pa se z višanjem teh davčnih stopenj tudi zmanjšujejo izplačila podjetij v obliki dividend. Študija nakazuje tudi, da so podjetja, ki imajo večji delež notranjega lastništva, manj občutljiva na spremembe davčnih stopenj na prihodke posameznikov.

3.3.2 Študije presečnega datuma

Študije vpliva presečnega datuma proučujejo predvsem, kako presečni datum vpliva na ceno delnice. Intuitivno lahko predvidevamo, da bo vsak investitor proučil, ali je zanj bolje, da delnico proda pred presečnim datumom ali po njem. Določeni tipi investorjev namreč ne

plačajo enake davčne stopnje na kapitalske in dividendne dobičke. V večini evropskih držav (tudi v Sloveniji) in ZDA pa velja, da so davčne stopnje na dividendne in kapitalske dobičke enake.

Predstavljajmo si nekoliko poenostavljen model gospodarstva, v katerem se lahko mejne davčne stopnje investorjev določi glede na obnašanje cene delnice na presečni datum (oz. na prvi dan, ko novi investorji ne bodo več upravičeni do dividende). Za poenostavitev modela vpeljemo še nekatere druge predpostavke: investorji nimajo transakcijskih stroškov, podjetniški davki so nižji od osebnih davkov, nevtralnost za tveganje vseh investorjev in enake davčne stopnje za vse investitorje. Pri oblikovanju odločitve o prodaji delnice pred presečnim datumom mora investor poznati svoje transakcijske stroške in relevantne davčne stopnje (Kalay, 1982, str. 1060-1061).

Če bi bile povprečne davčne stopnje investorjev na kapitalske dobičke enake kot na izplačila dividend, bi se pričakovalo, da bo cena delnice po izplačilu dividende padla ravno za izplačano dividendo. Pri proučevanju obnašanja cene delnice podjetij ob presečnem datumu na 2.540 opazovanih izplačilih dividende pa je padec cene delnice na dan, ko investorji izgubijo upravičenost do dividende, manjši, kot je višina dividende. Ti rezultati niso nujno v podporo davčnim teorijam ali teorijam klientov, kažejo pa na to, da investorji proučevanih podjetij v povprečju plačujejo višjo davčno stopnjo na dividende kot na kapitalske dobičke (Kalay, 1982, str. 1065-1068).

3.4 Študije, utemeljene na teoriji stroškov agenta

Odkupi lastnih delnic naj bi imeli podobno vlogo pri zmanjševanju problema agenta kot izplačila dividend. Grullon in Michaely (2004) sta z empirično študijo potrdila nekatere domneve teorije prostega denarnega toka. Podjetja, ki izvajajo odkupe, v povprečju znižajo investicije v prihodnjem obdobju. Razlog za pozitiven odziv trga na objave odkupov lastnih delnic naj bi bil v zmanjšanju prostega denarnega toka in s tem zmanjšanju problema agenta. V situaciji, ko se število investicijskih priložnosti za podjetje zmanjšuje, je prilagajanje politike izplačil eden izmed načinov za zmanjševanje stroškov agentov. Podjetja z odkupi lastnih delnic z znižanjem tveganja tudi znižajo stroške kapitala za podjetje.

Študija La Porta in drugi (1999) analizira, kako se lastniška struktura podjetij razlikuje v sistemih z dobro in sistemih s slabo zaščito delničarjev. V državah s slabo zaščito delničarjev imajo tudi največja podjetja običajno kontrolne oz. večinske delničarje (najpogosteje država ali ustanovitelj podjetja oz. njegovi potomci). Obvladujoči delničarji imajo v sistemih s slabo zaščito delničarjev možnost nadzora nad upravljanjem podjetja in hkrati tudi moč za razlastitev manjšinskih delničarjev. Rezultati raziskave naj bi tako nakazovali, da je koncentracija lastništva posledica slabe pravne zaščite manjšinskih delničarjev.

V članku, ki je sledil La Porta in drugi (2000), dokazujejo, da je teorija stroškov agenta precej relevantna pri razumevanju politike izplačil. Podjetja, ki delujejo v državah z boljšo zaščito majhnih delničarjev, izplačujejo višje dividende. Prav tako velja, da hitro rastoča podjetja v takšnih državah plačujejo nižje dividende, kar je skladno s teorijo, da so bolje zaščiteni delničarji pripravljeni počakati na izplačilo dividend, kadar ima podjetje dober potencial za rast. Na drugi strani pa rezultati nakazujejo, da slabše zaščiteni delničarji niso pripravljeni počakati na izplačilo in želijo izplačilo dividend že v tekočem obdobju. Agencijski stroški naj bi tako bili v državah s slabšo zaščito investorjev višji, investitorji pa so jih prisiljeni zmanjševati z zahtevo po izplačilu.

3.5 Študije, utemeljene na teoriji vrabca v rokah

Lintner (1956) s študijo 28 podjetij pokaže, da se podjetja v praksi pogosto poslužujejo izravnavanja dividend. Izplačane dividende podjetij so torej v večini primerov konstantne tako v obdobjih rasti kot tudi v obdobjih gospodarskih padcev. Prepričanje managementa podjetij je namreč, da investitorji preferirajo stabilno dividendo, zaradi česar daje trg premijo na delnice tistih podjetij, ki vodijo politiko stabilnih dividend. Na podlagi intervjujev z managementom proučevanih podjetij je prišel do sklepa, da se podjetje odloča o spremembi politike izplačil v odvisnosti od preferenc investorjev. Empirično gledano naj bi bila najpomembnejša determinanta politike izplačil razmerje med višino dividende in dobičkom podjetja.

Intervjuji finančnih managerjev 166 podjetij, ki izplačujejo dividende, pokažejo, da je kar 88,1 % managerjev mnenja, da ima zmanjševanje dividend negativne posledice za podjetje, 80,0 % managerjev pa se strinja, da politika izplačil investorjem daje pomembne informacije glede poslovanja podjetja. Večina managerjev (65,4 %) je tudi mnenja, da je za podjetje povečanje zunanjega financiranja boljša izbira kot znižanje dividende. Managerji pa se v glavnem ne strinjajo, da izplačevanje dividend zmanjšuje tveganja za investitorja (37,5 %), prav tako je zgolj 24,7 % managerjev mnenja, da podjetje uporablja dividendno politiko zato, da se izkaže kot boljše od konkurence (Brav in drugi, 2005, str. 490-491).

Odkupi lastnih delnic so bili v času Lintnerjeve študije in nastanka teorije MM redkost, ker pa so v zadnjem obdobju postali pogostejši, je treba veljavnost teorije preveriti v novih tržnih pogojih. Skladno z ugotovitvami Lintnerja kar 93,8 % izmed 166 intervjuvanih managerjev trdi, da se poskušajo izogniti znižanju dividend, 89,6 % managerjev pa pravi, da poskušajo ohraniti stabilno višino dividende med leti. Managerji v glavnem prav tako ne želijo povišati dividende, če bi to lahko pomenilo, da jo bodo morali v prihodnosti znižati (77,9 %). Pri izbiri prihodnje politike izplačil sta za managerje najpomembnejši pretekla politika izplačil podjetja (84,1 %) in pričakovana stabilnost dobička podjetja v prihodnosti (71,9 %) (Brav in drugi, 2005, str. 494-495).

Med 167 managerji podjetij, ki so v preteklosti opravljala odkupe lastnih delnic, jih 86,4 % trdi, da je tržna cena delnice pomemben ali zelo pomemben faktor, ki vpliva na odločitve glede odkupa lastnih delnic. Kot pomemben faktor 80,3 % anketiranih managerjev navaja tudi investicijske priložnosti podjetja, 72,3 % pa kot pomemben faktor odkupov lastnih delnic navaja strategijo pri združitvah in prevzemih. Podobno kot pri izplačilih dividend je stabilnost prihodnjih donosov pomemben faktor za managerje tudi pri odkupih lastnih delnic (65,6 %). Bistvena razlika med vodenjem politike odkupov lastnih delnic v primerjavi s politiko dividend je, da pri odkupih lastnih delnic po mnenju 77,9 % managerjev zgodovinski odkupi lastnih delnic niso pomemben faktor. Torej – v primeru odkupov lastnih delnic konsistentnost izplačil ni tako pomembna, kot je pomembna pri izplačilih dividend (Brav in drugi, 2005, str. 496-497).

Managerji odkupov lastnih delnic ne vidijo kot substitut za izplačilo dividend. Problem, ki ga managerji izpostavljajo, je težavnost prehoda s politike izplačila dividend na odkupe lastnih delnic, medtem ko prehod v obratni smeri za podjetja ni tako težaven. Prednost odkupov lastnih delnic je torej v fleksibilnosti te politike. Lahko sklepamo, da bi se zaradi tega večina managerjev ob hipotetičnem prvem izplačilu dobičkov podjetja raje odločila za odkupe lastnih delnic. Tako pri podjetjih, ki uporabljajo denarne presežke v obliki odkupa lastnih delnic, kot tudi v primeru podjetij, ki se poslužujejo izplačil dividend, bi podjetje te denarne presežke najpogosteje alternativno uporabilo za zmanjšanje zadolženosti (Brav in drugi, 2005, str. 498-500).

Ob analizi podjetij z najboljšim poslovanjem (kreditni »rating« A ali višje) lahko ugotovimo, da se ta podjetja pogosteje odločajo za izplačevanje v obliki dividend. Za ta podjetja je tudi pomembnejše, da ohranjajo stabilno dividendno politiko in se izogibajo zmanjševanju dividendnih izplačil. Takšnim podjetjem je rast dividend v prihodnosti tudi pomembnejša (Brav in drugi, 2005, str. 499).

3.6 Študije, utemeljene na teoriji substitucij

Grullon in Michaely (2002) v svoji študiji analizirata industrijska podjetja iz ZDA v obdobju med letoma 1972 in 2000. Pri tem najdeta dokaze, ki nakazujejo, da podjetja ob povišanju odkupov lastnih delnic navadno znižajo dividende. Ta efekt je manjši pri podjetjih, ki imajo na voljo dovolj investicijskih priložnosti in višjo raven prostega denarnega toka od povprečja. Hipoteza substitucije je tudi težje dokazljiva pri podjetjih, pri katerih prevladujejo institucionalni vlagatelji. Podjetja v ZDA naj bi se po 70. letih 20. stoletja vse pogosteje odločala substituirati izplačila dividend za odkupe lastnih delnic. Slednje naj bi bilo vidno tudi v tem, da se je v istem obdobju povečal delež ameriških podjetij, ki izvajajo odkupe lastnih delnic, hkrati pa tudi zmanjšal delež podjetij, ki izplačujejo dividende.

3.7 Druge študije politike izplačil

3.7.1 Vpliv finančne krize na politiko izplačil podjetij

Floyd in drugi (2015) analizirajo izplačilno politiko industrijskih podjetij in bank v ZDA v obdobju recesije. V ZDA se je v letu 2002 spremenil trend, ki je do takrat narekoval večanje deleža podjetij, ki se odločajo za odkup lastnih delnic, v primerjavi z deležem podjetij, ki se odločajo za izplačila dividend. Banke so se sicer v obdobju pred začetkom krize v letih 2007–2008 pogosteje odločale za izplačila dividend kot industrijska podjetja. Po začetku krize je delež bank, ki izplačujejo dividende, padel z 81 % v letu 2008 na 61 % v letu 2011, nato pa se v letu 2012 nekoliko zvišal, na 65 %. V enakem obdobju se je tudi zmanjšal delež bank, ki so izvajale odkupe lastnih delnic, s 30 % na 14 % v letu 2010, v letu 2011 pa se je delež že nekoliko zvišal, in sicer na 25 %. Zanimivo je, da se je delež industrijskih podjetij, ki so izplačevala dividende, zvišal s 15 % v letu 2002 na 28 % v letu 2012 (delež se je zviševal v celotnem obdobju z izjemo leta 2009). V absolutnem smislu so se izplačila v obdobju recesije pri industrijskih podjetjih občutno zmanjšala, banke pa so zasledovale politiko bolj konsistentnih izplačil. Lahko bi sklepali, da želijo banke z visokimi izplačili skladno s teorijo signaliziranja na trgu sporočiti finančno stabilnost. Obnašanje industrijskih podjetij bi lahko bilo na podlagi rezultatov bolj skladno s teorijo prostega denarnega toka. Lahko pa si postavimo tudi vprašanje, ali si podjetja ustvarjajo zadostne denarne rezerve. V obdobju po recesiji je bilo namreč bistveno zmanjšano investiranje podjetij, do česar je prišlo tudi zaradi zmanjšane prostega denarnega toka podjetij. Če bi podjetja vodila bolj konzervativno izplačilno politiko pred recesijo, bi bila zmožna obdržati višji nivo investicij tudi v času recesije. Pri bankah je slika nekoliko drugačna, saj je raven kapitala do določene mere že regulacijsko določena, zato je na mestu vprašanje, kolikšna raven bančnih rezerv je zadostna.

Basse in drugi (2014) proučujejo vpliv finančne krize na izplačilno politiko evropskih bank. V pogojih poslabšanega poslovanja zaradi finančne krize se banke odločajo za znižanje ali pa celo za neizplačilo dividend, saj na ta način izboljšajo svojo finančno stabilnost. Kljub temu pa se banke lahko vprašajo, ali bodo investitorji to razumeli kot negativen signal in bodo skladno s predvidevanji teorije signaliziranja začeli s prodajo svojih delnic. Nadalje je takšno ravnanje tudi v nasprotju s teorijo izravnave izplačil dividend. Če bi teoretične predpostavke teorije signaliziranja držale v takšnih primerih, bi lahko banke svojo finančno situacijo še poslabšale z zmanjšanimi izplačili, saj bi povišale svoje stroške kapitala. Rezultati pa nakazujejo, da se bankam v resnici ni treba obremenjevati z zniževanjem izplačil dividend, saj naj takšno ravnanje ne bi bistveno vplivalo na vrednost bank. Ti rezultati so torej v nasprotju s teorijo signaliziranja, vendar se je treba zavedati, da lahko v finančni krizi veljajo nekoliko drugačne zakonitosti kot sicer.

3.7.2 Vpliv karakteristik podjetja na izplačilno politiko

Baker in drugi (2001) poskušajo odkriti, katere karakteristike podjetij vplivajo na izplačilno politiko. V raziskavo so vključili finančne managerje podjetij, ki so v letu 1999 kotirala na newyorški borzi. Na podlagi raziskave je za finančne managerje pri določanju dividendne politike najpomembnejša raven preteklih dividend. Ta značilnost nam lahko pomaga razložiti, zakaj podjetja redko spreminjajo dividendno politiko. Drugi najpomembnejši faktor je stabilnost dobička, podjetja z večjo volatilnostjo dobička naj bi namreč zaradi večje ravni negotovosti izplačevala nižje dividende. Tretji in četrti faktor sta dobiček tekočega obdobja in pričakovani dobiček v prihodnosti.

Na vprašanje, kdo ima največji vpliv pri določanju izplačilne politike, je 67 % anketirancev odgovorilo, da ima največji vpliv generalni direktor, 25 % anketirancev je odgovorilo, da ima najpomembnejši vpliv finančni direktor, 8 % pa je odgovorilo, da ima največji vpliv nekdo drug. Statistično značilna je tudi razlika med finančnimi in nefinančnimi podjetji. V finančnih podjetjih je namreč večji delež tistih, pri katerih dividendno politiko določa generalni manager. To bi lahko povezali s tem, da imajo generalni managerji finančnih podjetij najpogosteje tudi finančno izobrazbo. Na vprašanje, kako pogosto podjetje prouči dividendno politiko, je 59 % anketirancev odgovorilo, da to v podjetju opravijo na letni ravni, 37 % jih je odgovorilo, da to storijo na četrtletni ravni, 4 % pa jih je odgovorilo, da to podjetje dela na drugačne časovne intervale. Na vprašanje, ali njihovo podjetje cilja na določeno razmerje med dividendami in dobičkom, jih je 50 % odgovorilo pritrdilno, 49 % nikalno, 1 % pa ne pozna odgovora (Baker in drugi, 2001, str. 34-35).

Fama in French (2001) raziskujeta vpliv značilnosti podjetja na oblikovanje izplačilne politike. Na podlagi podatkov iz podatkovnih baz CRSP in Compustat je razvidno, da je delež podjetij, ki izplačujejo dividende v ZDA, padel s 66,5 % podjetij v letu 1978 na zgolj 20,8 % podjetij v letu 1999. Deloma je razlog za to velika količina manjših podjetij, ki so v tem obdobju vstopila na trg, vendar pa se je delež podjetij, ki izplačujejo dividende, zmanjšal tudi med podjetji, ki so te pred tem izplačevala. Zmanjšal se je tako delež majhnih kot tudi delež velikih podjetij, ki izplačujejo dividende, prav tako je zmanjšanje opazno ne glede na dobičkonosnost podjetij. Deloma bi lahko to značilnost povezali z večjo količino investicijskih priložnosti, ki so na voljo podjetjem, deloma pa s povečevanjem deleža podjetij, ki izvajajo odkupe lastnih delnic. Podjetja, ki izplačujejo dividende oz. izplačujejo višje dividende, imajo tudi določene skupne značilnosti. Ugotovila sta, da je višina EBIT pozitivno korelirana z višino izplačila oz. dividende podjetja. Analizirala sta tudi vpliv investicijskih priložnosti podjetja. Avtorja sta pri tem število investicijskih priložnosti podjetja definirala kot razmerje med tržno vrednostjo in knjigovodsko vrednostjo kapitala. Podjetja, ki imajo na voljo veliko investicijskih priložnosti, naj bi redkeje izplačevala dividende, ker proste denarne tokove raje usmerijo v investiranje. Tretja pomembnejša ugotovitev je, da večja podjetja navadno izplačujejo višje dividende od manjših. Ta

značilnost naj bi bila povezana s tem, da imajo večja podjetja zagotovljen bolj stabilen denarni tok in tako večjo zmožnost za izplačevanje dividend.

4 SPECIFIKE SLOVENIJE

4.1 Obdavčitev dobičkov v Sloveniji

4.1.1 Podjetniški davki

Rezidenti Republike Slovenije so zavezani k plačilu davkov po načelu svetovnega dohodka, kar pomeni, da so zavezani k plačilu davka od vseh svojih dohodkov. Nerezidenti so obdavčeni po teritorialnem načelu, kar pomeni, da plačajo davek le od tistih dohodkov, ki so jih ustvarili na območju Republike Slovenije. Zakon pri tem opredeljuje tudi določene zavezanke, ki so oproščeni plačila davka: zavod, društvo, verska skupnost, politična stranka ... Če ti zavezanci opravljajo tudi pridobitno dejavnost, pa so dolžni plačati davek v tistem delu, v katerem so bili prihodki pridobljeni z opravljanjem pridobitne dejavnosti (Ministrstvo za finance Republike Slovenije, 2023a, str. 3).

Splošna davčna stopnja za davek v Sloveniji je od 1. 1. 2017 dalje 19 odstotkov. Stopnja za davčni odtegljaj od dohodkov, ki imajo vir v Sloveniji, je 15 odstotkov. Davčna osnova za davek rezidenta in poslovne enote nerezidenta je določena kot dobiček oz. presežek prihodkov nad odhodki, ki so bili ugotovljeni v preteklemu obdobju na osnovi izkaza poslovnega izida podjetja. Pri tem se izvzame prihodke, ki jih družba ustvari na podlagi prejetih dividend ali podobnih prihodkov, saj se s tem izognemo ponovni obdavčitvi (pravna oseba mora namreč skladno z Zakonom o dohodnini plačati davek od dividend takoj ob prejemu le-teh) (Ministrstvo za finance Republike Slovenije, 2023a, str. 4).

4.1.2 Osebni davki

Slovenska davčna zakonodaja je lahko pri vprašanju izplačilne politike podjetij bistvenega pomena, kar lahko sklepamo iz davčne teorije politike izplačil. Določila glede obdavčitve pri odsvojitvi delnic fizičnih oseb so določene v Zakonu o dohodnini (ZDoh-2), Ur. l. RS, št. 9/12. Zakon o trgu finančnih instrumentov (ZTFI-1), Ur. l. RS, št. 77/18, 17/19, razlikuje med davčno obravnavo prenosljivih vrednostnih papirjev oz. delnic ter davčno obravnavo izvedenih finančnih instrumentov. Pri ugotavljanju obdavčitve izvedenih finančnih instrumentov se uporablja določila Zakona o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov (ZDDOIFI), Ur. l. RS, št. 65/08, 40/12. Ta zakon se uporablja za urejanje davčnih obveznosti vseh davčnih zavezancev v Republiki Sloveniji, ki so lastniki finančnih instrumentov (zakon velja torej širše in ne vključuje zgolj imetnikov delnic). V sklopu tega dela pa obdavčitve izvedenih finančnih instrumentov ne bodo podrobneje obravnavane.

Kadar je razlika med vrednostjo kapitala ob odsvojitvi in vrednostjo kapitala ob pridobitvi pozitivna, se končna davčna osnova ugotovi kot razlika teh vrednosti, zmanjšana za normirane stroške. Normirani stroški so priznani največ v višini, ki ne sme presegati nižjega od (59. člen ZDoh-2):

- seštevka 1 % od nabavne vrednosti in 1 % od vrednosti kapitala ob odsvojitvi;
- pozitivne razlike med vrednostjo kapitala ob odsvojitvi in vrednostjo kapitala ob pridobitvi.

Davčni zavezanec sme skladno z zakonom neizkoriščen del izgube, za katero se odmerja dohodnina, prenesti v naslednja leta in na ta način zmanjšati odmerjeno dohodnino, ki jo doseže pri odsvojitvi delnic ali deležev oz. osnovnih vložkov. Z novelo Zdoh-2Z se je znižala davčna stopnja na dobiček dosežen z odsvojitvijo kapitala iz 27,5 % na 25 % (med kapital na podlagi zakona uvrščamo obresti, dividende in dobiček od odsvojitve kapitala) v primeru odsvojitve kapitala prej kot v petih letih. Znižana davčna stopnja velja za vse prejete dividende od 1. 1. 2022 dalje. Kot je prikazano v tabeli 1 se ta davčna stopnja zniža po vsakih petih letih imetništva kapitala. Po petih letih ta znaša 20 %, po desetih letih se zniža na 15 %. Nadalje 96. člen omenjenega zakona določa, da je davčni zavezanec oproščen plačila davka od dobička iz kapitala, doseženega pri odsvojitvi kapitala po 15 letih imetništva.

Tabela 1: Obdavčitev dobička doseženega z odsvojitvijo finančnega kapitala

	Za leto 2019 in naprej	Za leto 2020 in 2021	Od leta 2022
Po dopolnjenih petih letih imetništva kapitala	15 %	20 %	20 %
Po dopolnjenih desetih letih imetništva kapitala	10 %	15 %	15 %
Po dopolnjenih petnajstih letih imetništva kapitala	5 %	10 %	Oproščeno plačila dohodnine
Po dopolnjenih dvajsetih letih imetništva kapitala	Oproščeno plačila dohodnine	Oproščeno plačila dohodnine	Oproščeno plačila dohodnine

Vir: lastno delo na podlagi ZDoH-2 (2007).

Med obdavčljive odsvojitve kapitala spadajo (Ministrstvo za finance Republike Slovenije, 2023b, str. 13-14):

- prodaja kapitala,
- dajanje kapitala v dar,
- zamenjava kapitala (tudi v primeru združitve in delitev gospodarskih družb),
- izplačilo lastniškega deleža v primeru prenehanja gospodarske družbe,

- zmanjšanje deleža v okviru zmanjšanja lastniškega kapitala gospodarske družbe,
- drugi primeri izplačila lastniškega kapitala.

S 95. členom Zdoh-2Z so zakonodajalci določili primere, v katerih je odsvojitve kapitala in s tem tudi delnic neobdavčljiva. Na podlagi prvega odstavka je odsvojitve neobdavčljiva v primeru prenosa kapitala preminule osebe na dediča v skladu s predpisi o dedovanju. V četrtem odstavku je določeno, da sta prenos delnic posojilojemalcu ali zastavnemu upniku in morebiten prenos nazaj neobdavčljiva, če se delnice v tem procesu ne prodajo. Obdavčitve prav tako ni v primeru, da pride do zamenjave vrednostnih papirjev za istovrstne papirje istega izdajatelja, če v tem procesu ne nastane denarni tok. Podobno neobdavčljivost velja tudi za primere razdelitve delnic ali združitve delnic izdajatelja, ki se opravijo ob nespremenjenem osnovnem kapitalu, ali v primeru zamenjave prednostnih delnic izdajatelja za navadne delnice.

V skladu s 103. členom Zdoh-2 je zavezanec dolžan voditi evidenco zalog istovrstnega kapitala v skladu z metodo zaporednih cen (FIFO). Ob odsvojitvi delnic se torej šteje, da je davčni zavezanec najprej prodal tiste delnice, ki si jih že najdlje lasti. Pri izračunu davčne osnove se torej upošteva nakupna vrednost tistih delnic, ki jih ima davčni zavezanec že najdlje v lasti.

Zakon o davčnem postopku (ZDavP-2), Ur. l. RS, št. 13/11, ureja pobiranje davkov ter nekatere pravice in obveznosti davčnih zavezancev v davčnem postopku. Na podlagi 326. člena tega zakona mora posameznik napoved za odmero dohodnine od dobička iz kapitala (razen dividend) davčnemu organu oddati do 28. februarja tekočega leta za preteklo leto. Na podlagi te napovedi davčni organ izda odločbo o višini dohodnine od odsvojitve kapitala do 30. aprila tekočega leta za preteklo leto (Ministrstvo za finance Republike Slovenije, 2023b, str. 10).

4.2 Zakon o trgu finančnih instrumentov in uvrstitev delnic na organiziran trg v Sloveniji

4.2.1 Pogoji za uvrstitev vrednostnih papirjev na organizirani trg

Pogoji za uvrstitev vrednostnih papirjev na organiziran trg vrednostnih papirjev so določeni z ZTFI-1. S tem zakonom so določene tudi obveznosti glede razkrivanja informacij v zvezi z vrednostnimi papirji, ki so uvrščeni v trgovanje na organiziranem trgu.

Na podlagi 36. člena ZTFI-1 je treba pred ponudbo vrednostnih papirjev na organiziranem trgu objaviti prospekt. 53. člen ZTFI-1 določa informacije, ki jih mora prospekt vsebovati. Te vključujejo informacije glede izdajatelja prospekta, informacije glede vrednostnih papirjev in povzetek prospekta. Potrebne informacije glede izdajatelja prospekta so

podrobneje določene v 81. členu tega zakona, ki podrobneje določa, katere informacije o izdajatelju prospekta, članih organov vodenja in nadzora izdajatelja, ponudniku ali vlagatelju zahteve za uvrstitev vrednostnih papirjev v trgovanje na organiziranem trgu in morebitnem poroku za obveznosti iz vrednostnih papirjev je treba podati v prospektu. Vlagatelj prospekta odškodninsko odgovarja za morebitno škodo, ki bi bila povzročena vlagateljem v primeru napačnih informacij.

Agencija za trg vrednostnih papirjev je pristojna in odgovorna za odločanje o potrditvi prospekta skladno z 68. členom ZTFI-1, vendar pa agencija ne odgovarja za resničnost in popolnost informacij, ki so podane v prospektu, ki ga je potrdila. Družbi, katere vrednostni papirji so uvrščeni v trgovanje na organiziranem trgu v Republiki Sloveniji, pravimo javna družba.

Družba, ki kotira na organiziranem trgu vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji, se obvezuje k objavljanju nadzorovanih informacij in letnih poročil. Pri tem mora skladno s 110. členom ZTFI-1 letno poročilo objaviti najkasneje v štirih mesecih po koncu poslovnega leta. Letno poročilo mora vsebovati revidirano letno poročilo, poslovno poročilo in izjavo članov posloводства in drugih oseb, ki so odgovorni za sestavo letnega poročila. Javna družba mora po 128. členu ZTFI-1 delničarje obveščati tudi o morebitnih spremembah vsebine pravic iz naslova lastništva vrednostnih papirjev.

4.2.2 Prva kotacija in standardna kotacija delnic na Ljubljanski borzi

Prvo kotacijo Ljubljanske borze sestavlja najelitnejši trg delnic, ki je namenjen družbam, ki izstopajo po svoji:

- likvidnosti,
- velikosti,
- transparentnosti poslovanja.

Uvrstitev v prvo kotacijo je namenjena povečanju prepoznavnosti najboljših slovenskih družb med mednarodnimi vlagatelji. Uvrstitev v to kotacijo namreč domačim in tujim investorjem daje informacije o kakovosti podjetja. Družbe morajo po uvrstitvi v prvo kotacijo začeti z izpolnjevanjem dodatnih obveznosti v skladu s pravili borze. Tako morajo izpolnjevati dodatne standarde glede obveščanja. Za poročanje morajo uporabljati mednarodne računovodske standarde, podatke glede poslovanja morajo objavljati na kvartalni ravni, objavljati izjavo o skladnosti s kodeksom, upoštevati priporočila borze glede obveščanja in poročati v angleškem jeziku, da na ta način povečujejo prepoznavnost družbe v mednarodnem okolju.

Delnice iz prve kotacije so bolj likvidne, kar se kaže v povečanem vrednostnem obsegu prometa, večjem številu sklenjenih poslov in izboljšani globini trga. Skladno s tem morajo

družbe prve kotacije izpolnjevati dodatne likvidnostne kriterije. Ljubljanska borza pa družbam v prvi kotaciji ponuja tudi dodatne storitve pri promociji delnic in pri podpori obveščanja in korporativnega upravljanja.

V standardno kotacijo so uvrščene vse delnice, ki izpolnjujejo pogoje za uvrstitev na borzni trg in so pripravljene delovati kot javne družbe na organiziranem trgu. Družbe v tej kotaciji morajo izpolnjevati standarde obveščanja, kot jih predpisuje slovenska zakonodaja za javne družbe. Za uvrstitev delnic v standardno kotacijo pa Ljubljanska borza ne predpisuje posebnih dodatnih pogojev.

4.3 Pridobivanje lastnih delnic

Pridobivanje lastnih delnic za družbo ne predstavlja nobene realne premoženjske vrednosti, saj se tudi ne izkazujejo kot sredstvo na bilanci stanja podjetja. Pridobivanje lastnih delnic podjetja pa je zakonsko omejeno. Odplačno pridobitev lastnih delnic podjetje financira iz enakih virov, kot bi izplačilo dividende vlagateljem. Tako se za pridobivanje lastnih delnic ne sme uporabljati vezanega premoženja, ki bi pomenilo zmanjšanje osnovnega kapitala, zakonskih rezerv, kapitalskih rezerv in še nekaterih drugih vrst rezerv (Podgorelec, 2019, str. 27-28).

V prvem odstavku 125. člena ZTFI-1 je določeno, da lahko skupščina družbe s sedežem v Republiki Sloveniji sprejme sklep o umiku delnic ali drugih lastniških vrednostnih papirjev iz trgovanja na organiziranem trgu. Skupščina lahko tak sklep po drugem odstavku tega člena doseže, če tako določa tudi statut družbe in če je za to odločitev glasovala večina, ki vključuje najmanj 75 % osnovnega kapitala te družbe.

Na podlagi petega odstavka 125. člena ZTFI-1 lahko vsak delničar, ki je na skupščini ugovarjal umiku delnic z organiziranega trga, od družbe zahteva, da prevzame njegove delnice, in v zameno prejme primerno denarno odškodnino. Vendar pa na podlagi 6. člena tega zakona umika delnic z organiziranega trga ni mogoče spodbijati z razlogom, da je denarna odškodnina, ki jo družba ponudi delničarju, ki nasprotuje umiku delnic, prenizka.

Osmi odstavek 125. člena ZTFI-1 določa, da se sklep o umiku delnic z organiziranega trga vpiše v sodni register in začne učinkovati:

- če je bil sprejet z večino, ki je vključevala najmanj 9/10 osnovnega kapitala družbe: z vpisom tega sklepa v sodni register, razen če je v sklepu zapisano, da začne veljati šele s potekom določenega roka po dnevu vpisa tega sklepa v sodni register,
- v drugih primerih: s potekom dveh let od vpisa tega sklepa v sodni register.

Javna družba mora skladno s 125. členom ZTFI-1 o vpisu sklepa o umiku delnic z organiziranega trga v sodni register borzo ali upravljalca drugega organiziranega trga, na

katerem se delnice umikajo iz trgovanja, obvestiti naslednji dan po prejemu tega sklepa. Če se delnice umikajo iz trgovanja na več organiziranih trgih, mora družba o umiku obvestiti vse organizirane trge, na katerih poteka trgovanje z njihovimi delnicami.

Na podlagi 148. člena ZTFI-1 mora javna družba objaviti informacijo o spremembi deleža lastnih delnic ob vsaki pridobitvi ali odsvojitvi lastnih delnic. Prav tako mora objaviti informacijo, kadar delež glasovalnih pravic iz lastnih delnic javne družbe preseže 5 % ali 10 % vseh delnic javne družbe z glasovalno pravico oz. se zmanjša pod enega od teh pragov.

Družba mora zagotoviti tudi pravi način obveščanja vseh delničarjev. Na podlagi 153. člena ZTFI-1 mora družba zagotoviti enako obravnavo delničarjev glede pravic, ki jih imajo zaradi lastništva vrednostnih papirjev. Tako mora družba zagotoviti, da so delničarjem javno dostopne potrebne informacije. Delničar je tako obveščen o zasedanju skupščine, ki se je lahko udeleži ali pa za to pooblasti določeno osebo. Družba mora delničarja obvestiti tudi o odkupu lastnih delnic, preko objave, ki je delničarju dostopna, ali pa obvestila preko pošte. Zakon o gospodarskih družbah (Ur. l. RS, št- 65/09, v nadaljevanju ZGD-1) v prvem odstavku 247. člena določa pogoje, po katerih sme družba pridobivati lastne delnice:

- če je pridobitev nujna, da bi družba preprečila hudo neposredno škodo,
- če se delnice ponudijo v odkup delavcem družbe ali z njo povezane družbe,
- če delnice pridobi zato, da bi delavcem zagotovila odpravnino po tem zakonu,
- če je pridobitev neodplačna,
- če banka, zavarovalnica in druga finančna organizacija 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.

Na podlagi drugega odstavka 247. člena ZGD-1 skupni delež pridobljenih delnic za namene iz prvega odstavka tega zakona ne sme skupaj z drugimi delnicami, ki jih družba že ima, presegati 10 % osnovnega kapitala družbe. Pridobitev je dovoljena zgolj, če družba oblikuje rezerve za lastne delnice, ne da bi pri tem zmanjševala predpisane rezerve. Četrty odstavek določa, da je vsaka pridobitev lastnih delnic, ki je v nasprotju s prvim in drugim odstavkom tega člena, nična, pridobitev delnic s strani družbe pa je neveljavna.

Z 249. členom ZGD-1 je določeno, da družba iz lastništva lastnih delnic nima nobenih pravic. Delnice vsem drugim imetnikom zagotavljajo premoženjske in članske pravice. Po določbah 176. člena tega zakona navadne delnice imetnikom dajejo: pravico do udeležbe pri upravljanju družbe, pravico do dela dobička (dividende) in pravico do ustreznega dela preostalega premoženja po likvidaciji ali stečaju družbe. Pravico do udeležbe delničarji uresničujejo preko glasovalne pravice na skupščinah, ki jim pripada po 308. členu tega

zakona. Delničarji lahko na podlagi tega člena pooblastijo tudi drugo fizično ali pravno osebo, da se udeleži glasovanja v njihovem imenu. Glasovalna pravica delničarju na podlagi 274. člena omogoča tudi glasovanje oz. izvolitev članov nadzornega sveta na skupščini. Nadzorni svet je organ nadzora, ki sam ne sme izvajati poslov. Od uprave lahko zahteva kakršnekoli informacije, potrebne za izvajanje nadzora, in po potrebi lahko tudi skliče skupščino, kot je zapisano v 281. členu ZGD-1.

Na podlagi prvega odstavka 248. člena ZGD-1 je pravni posel ničen, če si družba zagotovi predujem ali posojilo za namen pridobitve lastnih delnic. Družba s pridobitvijo lastnih delnic ne pridobi nobenih ekonomskih koristi. V primeru finančne podpore pridobitve lastnih delnic bi družba ustvarila terjatev za vračilo posojila. Za poplačilo te terjatve pa bi lahko lastne delnice na organiziranem trgu zopet prodala. To določilo tako pomaga preprečevati tovrstno »izigravanje« zakonskih omejitev v zvezi s pridobivanjem lastnih delnic. Temeljna ideja instituta prepovedi finančne asistencije sicer izhaja iz angleškega korporacijskega prava in se je preko evropske direktive 77/91/EGS prenesla v naše pravo. Namen te je preprečiti, da bi prevzemnik ciljne družbe financiral nakup ciljne družbe s tujimi viri, ker nima dovolj lastnih virov, in se pri tem za izplačilo v celoti zanašal na prihodke, ki jih bo generirala ciljna družba. Ta zakon torej zmanjšuje kreditna tveganja (Podgorelec, 2019, str. 37-38).

250. člen ZGD-1 določa, da mora družba delnice, ki si jih je prisvojila v nasprotju s prvim in drugim odstavkom 247. člena, odsvojiti v roku enega leta po pridobitvi. Če je skupni delež delnic, ki si jih je družba prisvojila, presegel 10 % osnovnega kapitala družbe, mora družba tisti del delnic, ki te odstotke presega, odsvojiti v roku treh let po pridobitvi. Če družba lastnih delnic ne odsvoji v predvidenih rokih, mora družba te delnice umakniti.

Načelo enakega obravnavanja delničarjev je zapisano v 221. členu ZGD-1. To načelo je treba upoštevati tako v primeru, da družba lastne delnice odkupuje na podlagi pooblastila skupščine, kot tudi v nekaterih drugih primerih, kot je npr. pridobivanje delnic z namenom ponudbe delnic v odkup delavcem. V primeru odkupa delnic mora uprava vsem svojim delničarjem ponuditi enake možnosti glede prodaje svojih delnic. Pravni posel, ki bi bil sklenjen v nasprotju s tem, bi bil ničen. V primeru javnih družb je navadno pridobitev lastnih delnic izpeljana kar na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Nejavne družbe objavijo vabilo k ponudbi za odkup delnic bodisi s fiksno ceno bodisi s ceno, določeno v razponu (Podgorelec, 2019, str. 32-33).

V petem odstavku 64. člena ZGD-1 je določeno, da mora družba, ki pridobi lastne delnice, v bilanci stanja oblikovati rezerve za lastne deleže v višini zneskov, ki so bili plačani za pridobitev lastnih delnic. Ta člen tudi določa pravila glede oblikovanja rezerv družbe. Rezerve iz dobička družbe se delijo na:

- kapitalske rezerve,
- rezerve iz dobička (ki se oblikujejo iz čistega letnega dobička in prenesenega dobička),

- zakonske rezerve,
- rezerve za lastne deleže,
- statutarne rezerve,
- druge rezerve iz dobička.

Družba lahko pridobi lastne delnice zgolj, če oblikuje rezerve za lastne delnice na način, s katerim ne zmanjša osnovnega kapitala ali po zakonu ali statutu predpisane rezerve. Takšna zahteva ZGD-1 ne pomeni, da bi morala družba takšne rezerve oblikovati vnaprej za prihodnje poslovno leto, saj bi bile takšne zahteve lahko preveč omejujoče in bi bilo težko vnaprej predvideti, kolikšen znesek teh rezerv bi bilo treba ustvariti. Iz petega odstavka 247. člena izhaja, da mora družba oblikovati rezerve šele v času pridobitve lastnih delnic. Dopustnost pridobitve lastnih delnic je vezana na vprašanje, ali ima družba dovolj sredstev za oblikovanje rezerv iz lastnih deležev na zakonsko dovoljen način. Zakon določa, da družba za oblikovanje teh rezerv sme uporabiti čisti dobiček poslovnega leta, preneseni dobiček, statutarne rezerve (če to ni v nasprotju s statutom družbe) in druge rezerve iz dobička (če te presegajo morebiten znesek izgube, ki ga ni bilo mogoče pokriti s čistim dobičkom poslovnega leta) (Podgorelec, 2019, str. 33-34).

Uporaba čistega dobička družbe je tudi natančno določena z 230. členom ZGD-1. Družba mora izkazani čisti dobiček – po vrstnem redu – nameniti za:

- kritje prenesene izgube,
- oblikovanje kapitalskih rezerv (če je bila sklenjena prisilna poravnava),
- oblikovanje zakonskih rezerv,
- oblikovanje rezerv za lastne deleže (če se družba odloči za njihovo pridobitev),
- oblikovanje statutarnih rezerv (če je tako določeno s statutom).

S 64. členom ZGD-1 je določeno, da si družba uredi statutarne rezerve po lastni presoji. V takšnem primeru mora družba v statut zapisati višino statutarnih rezerv, kako se te oblikujejo in kakšen je njihov namen. Torej, v statutu mora biti vnaprej določeno, ali se lahko statutarne rezerve uporabijo za odkupe lastnih delnic. V šestem odstavku tega člena pa je določeno, da se rezerve za lastne deleže smejo in morajo sprostiti samo, če so bili lastni deleži odtujeni ali umaknjeni.

5 EMPIRIČNA ANALIZA POLITIKE IZPLAČIL SLOVENSКИH PODJETIJ, KI KOTIRAJO NA BORZI

5.1 Podatki in vzorec

5.1.1 Podatki

Večina podatkov o podjetjih za izbrano obdobje je bila zbranih s pomočjo platforme S&P Global Market Intelligence. Ti podatki vključujejo podatke bilance stanja, izkaze poslovnega izida, izkaze denarnih tokov, gibanje cene delnice in podatke o morebitnih izplačilih dividend. Pri družbah Union Hotels Collection, d. d., KD d. d., in MELAMIN d. d. Kočevje, so bili manjkajoči podatki zbrani preko letnih poročil podjetij. Vsi uporabljeni faktorji v bilanci stanja, izkazu poslovnega izida in izkazu denarnih tokov so izračunani s standardizirano metodologijo za izračun teh faktorjev, ki jo uporablja platforma S&P Global Market Intelligence. Podatki so bili zbrani za obdobje med letoma 2012 in 2022, vsi zbrani podatki pa so v valuti EUR, saj je EUR pri vseh podjetjih tudi valuta, v kateri se poroča. Končna analiza izplačil dividend in odkupov lastnih delnic je izvedena za desetletno obdobje med 1. 1. 2013 in 31. 12. 2022.

Podatki o lastniški strukturi podjetij so bili zbrani preko letnih poročil podjetij, saj platforma S&P Global Market Intelligence ne omogoča zgodovinskega vpogleda v spremembe lastniške strukture podjetij. Na podlagi letnih poročil se je zbralo podatke o lastniški strukturi vsakega podjetja ob koncu vsakega analiziranega leta. Pri vsakem podjetju se je tako zbralo najmanj podatke o desetih največjih lastnikih podjetja. Za vsako podjetje se je nato določilo, kolikšen lastniški delež ima država. Cilj tega postopka je bil za vsako podjetje posebej določiti, kolikšen lastniški delež ima država, več podrobnosti glede postopka izvedene analize lastniške strukture pa je podanih v poglavju o lastniški strukturi.

Po končanem postopku zbiranja podatkov je bilo treba izvesti tudi določene preračune. Tako je v primeru delitve delnic določenega podjetja v analizi upoštevano število delnic podjetja na dan 31. 12. 2022. Skladno s tem se je prilagodilo staro ceno delnic in stara izplačila dividend. Podjetji, ki sta v opazovanem obdobju opravili delitev delnic, sta CINKARNA Celje, d. d (delitev je bila opravljena 16. 8. 2022 v razmerju 1 : 10), in PETROL, d. d., Ljubljana (delitev je bila opravljena 1. 11. 2022 v razmerju 1 : 20).

5.1.2 Vzorec

V analizo so vključena vsa slovenska podjetja, ki so kotirala na Ljubljanski borzi v obdobju med letoma 2012 in 2022.⁴ Vključena so tako podjetja iz standardne kot podjetja iz prve

⁴ Leto 2012 je vključeno zaradi izračuna določenih faktorjev, pri katerih se potrebuje podatke o vrednosti določene postavke iz bilance stanja ali izkaza poslovnega izida za preteklo leto.

kotacije. Pri tem je osem izmed obravnavanih podjetij vključenih v prvo kotacijo, enajst pa jih je iz standardne kotacije. Skupaj je tako v analizo vključenih 19 podjetij, ki kotirajo na Ljubljanski borzi. Iz obravnave je izključena NLB, d. d., ker na Ljubljanski borzi ni kotirala v celotnem obravnavanem obdobju in ker je bila v obravnavanem obdobju deležna državne dokapitalizacije. Za podjetje Delo prodaja, d. d., podatki niso bili na voljo za obdobje med letoma 2020 in 2022, prav tako pa se je v tem obdobju z delnico podjetja zelo malo trgovalo, zato sem to podjetje iz končne analize izključil. Prav tako sem iz analize izključil družbo Equinox, d. d., ker se je statusno preoblikovala iz d. o. o. v d. d. v letu 2022 in tako ni kotirala na Ljubljanski borzi v celotnem opazovanem obdobju. V končni vzorec je tako vključenih 19 podjetij, kot je prikazano v tabeli 2.

Tabela 2: Seznam podjetij vključenih v analizo

Oznaka	Podjetje	Kotacija
CETG	CETIS d. d.	Standardna
CICG	CINKARNA Celje, d. d.	Prva
DATG	DATALAB d. d.	Standardna
GHUR	Union Hotels Collection, d. d.	Standardna
IEKG	INTEREUROPA d. d.	Prva
KRKG	KRKA, d. d., Novo mesto	Prva
KSFR	KS NALOŽBE d. d.	Standardna
LKPG	LUKA KOPER, d. d.	Prva
MKOG	MELAMIN d. d. Kočevje	Standardna
MTSG	Kompas MTS d. d.	Standardna
NALN	NAMA d. d. Ljubljana	Standardna
PETG	PETROL d. d., Ljubljana	Prva
POSR	Pozavarovalnica Sava, d. d.	Prva
SALR	SALUS, Ljubljana, d. d.	Standardna
SKDR	KD d. d.	Standardna
TCRG	TERME ČATEŽ d. d.	Standardna
TLSG	TELEKOM SLOVENIJE, d. d.	Prva
UKIG	UNIOR d. d.	Standardna
ZVTG	ZAVAROVALNICA TRIGLAV, d. d.	Prva

Vir: lastno delo.

5.2 Primerjava izplačil dividend in odkupov lastnih delnic slovenskih podjetij, ki kotirajo na borzi

5.2.1 Dividende

Podjetja se vsako leto odločijo, kolikšen del dobička nameravajo razdeliti med delničarje. Pogosto ga delničarjem izplačajo preko dividend. Del dobička, ki ga podjetje ne razdeli med delničarje, pa podjetja pogosto porabijo za investicije, zniževanje dol ga ali kot kapital pri prevzemih in združitvah. Slovenska podjetja imajo pogosto javno objavljeno dividendno

politiko, v kateri navajajo, kolikšen delež dobička podjetje vsako leto namerava razdeliti med delničarje.

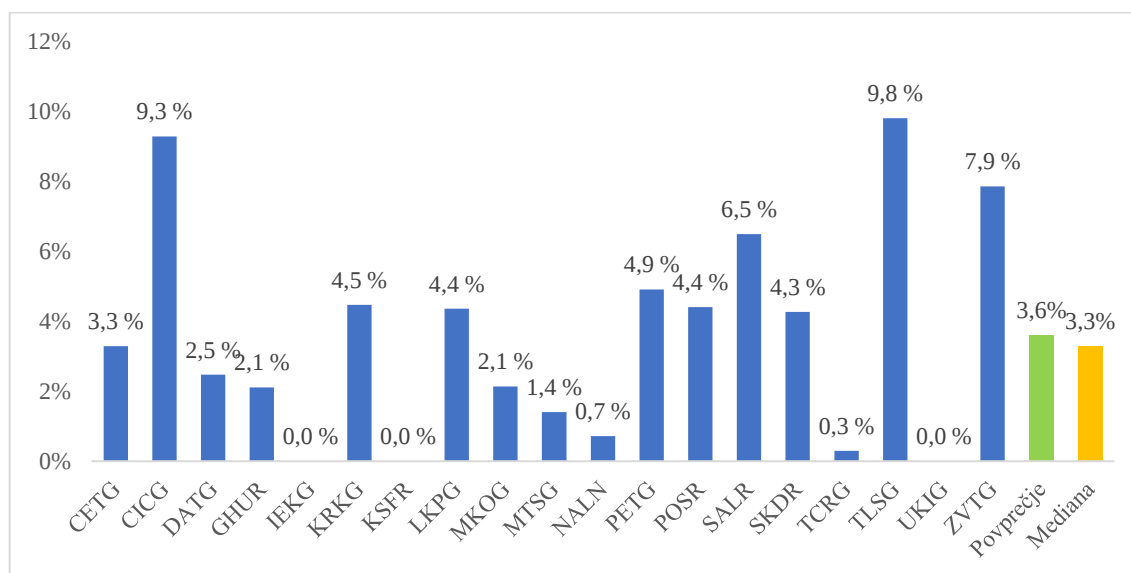
Za primerjavo podjetij sem s pomočjo podatkov o gibanju cene delnice in podatkov o izplačilih dividend izračunal kapitalsko in dividendno donosnost obravnavanih podjetij. Dividendno donosnost različni avtorji izračunavajo na različne načine. Sam sem za izračun dividendne donosnosti uporabil formulo:

$$\text{dividendna donosnost} = \frac{\text{vsota vseh izplačanih dividend v letu}}{\text{vrednost delnice na začetku leta}} \quad (10)$$

Preko platforme S&P Global Market Intelligence sem izbral podatke o višini izplačil dividend analiziranih podjetij (ti podatki vključujejo informacije o presečnem datumu in natančnem datumu izplačila dividende). Če je določeno podjetje v določenem letu izplačalo dividende večkrat, sem vse izplačane dividende v letu seštel, tako da sem prišel do kumulativnega zneska izplačanih dividend v določenem letu. Zbrani podatki glede izplačila dividend so prikazani v prilogi 1.

S pomočjo uporabe enačbe 10 sem izračunal dividendne donosnosti vseh podjetij v obdobju med letoma 2013 in 2022. Nato sem izračunal še povprečne dividendne donosnosti in mediane dividendne donosnosti obravnavanih podjetij v obdobju med letoma 2013 in 2022.

Slika 1: Povprečna letna dividendna donosnost slovenskih borznih podjetij med letoma 2013 in 2022



Vir: S&P Global Market Intelligence (brez datuma).

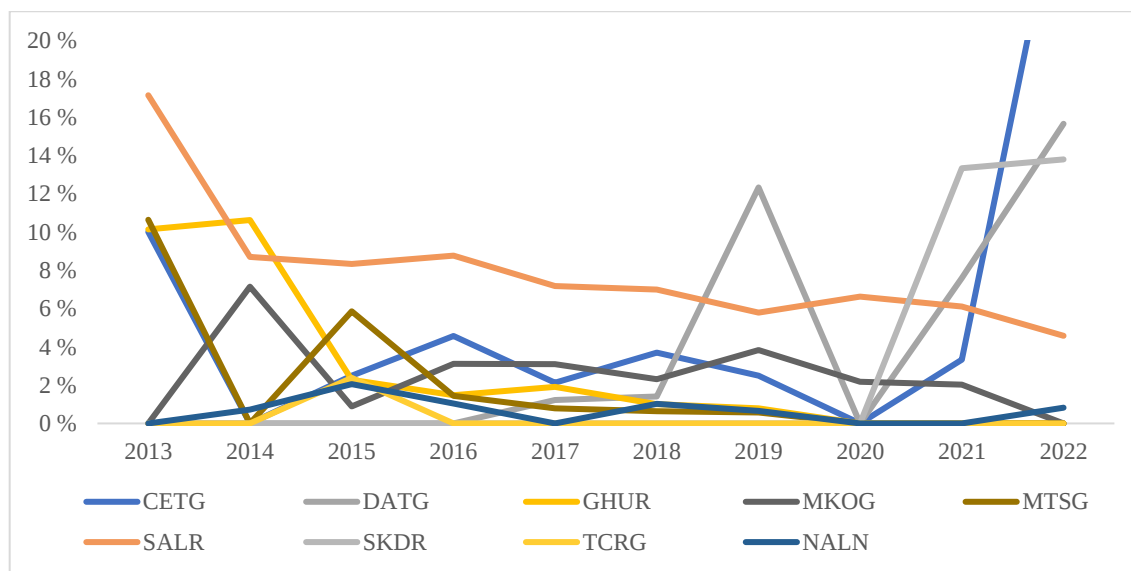
Kot je razvidno iz slike 1, je med obravnavami podjetji 16 od 19 podjetij izplačalo dividendo najmanj enkrat. Podjetja, ki dividend v obravnavanem obdobju niso izplačala, so: INTEREUROPA d. d., KS NALOŽBE d. d., in Unior, d. d. Med obravnavanimi podjetji je 8 takšnih, ki so dividende izplačevala vsako leto v obravnavanem obdobju. Najvišjo

dividendno donosnost sta v obravnavanem obdobju dosegli podjetji TELEKOM SLOVENIJE, d. d. (9,8 %) in CINKARNA Celje, d. d. (9,3 %). Povprečna dividendna donosnost obravnavanih podjetij je v obravnavanem obdobju znašala 3,6 %, mediana dividendne donosnosti pa je znašala 3,3 %.

Na podlagi nekaterih empiričnih študij naj bi si podjetja prizadevala za uravnavanje izplačil dividend, saj delničarji preferirajo podjetja s stabilno dividendno politiko. Lahko bi torej predvidevali, da bo dividendna donosnost podjetij v celotnem obravnavanem obdobju ostajala na bolj ali manj konstantni višini. Prav tako bi skladno z empiričnimi študijami predvidevali, da se bodo podjetja izogibala znižanjem višine dividende.

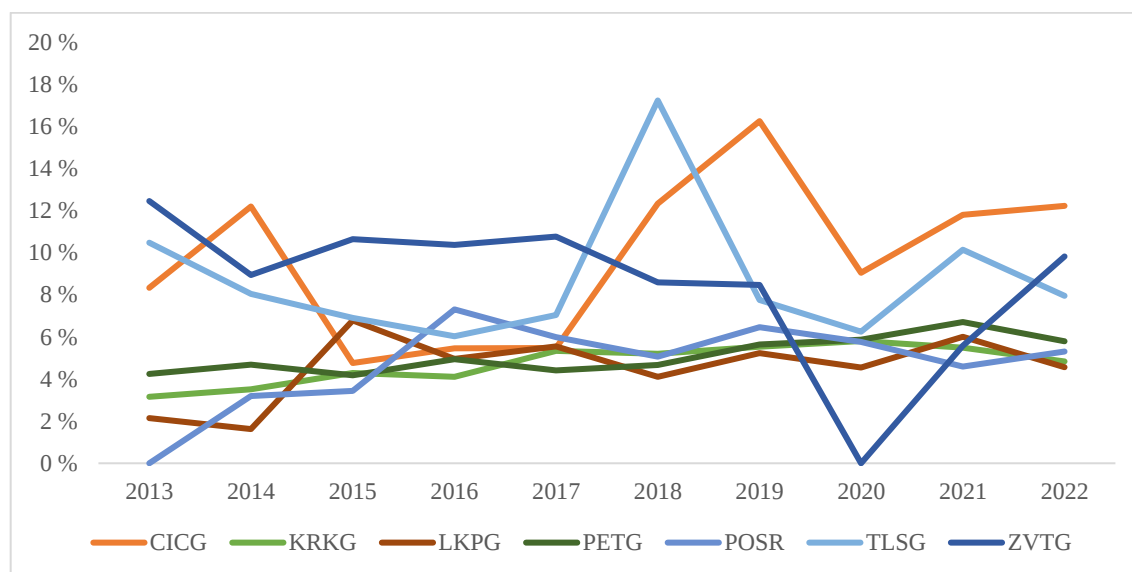
Na spodnjih slikah (slika 2 in slika 3) so predstavljena gibanja dividendnih donosnosti slovenskih borznih podjetij. Med obravnavanimi podjetji je 13 podjetij izplačilo glede na preteklo leto zmanjšalo. Če upoštevamo zgolj podjetja, ki so v obravnavanem obdobju najmanj enkrat izplačala dividendo, je dividendo v obravnavanem obdobju zmanjšalo 81,3 % podjetij. Rezultati tako sicer ne nakazujejo, da so se podjetja izogibala znižanju dividende, vendar je treba opozoriti na posledice epidemije covid-19, zaradi katerih so številna podjetja zmanjšala dividendna izplačila. V letu 2020 je dividendo namreč izplačalo samo 8 podjetij, med temi pa so 3 podjetja dividendo v letu 2020 znižala. Izplačilna politika podjetij v času covida-19 je podrobneje obravnavana v poglavju 4.5.

Slika 2: Gibanje dividendne donosnosti slovenskih borznih podjetij iz standardne kotacije med letoma 2013 in 2022



Vir: S&P Global Market Intelligence (brez datuma).

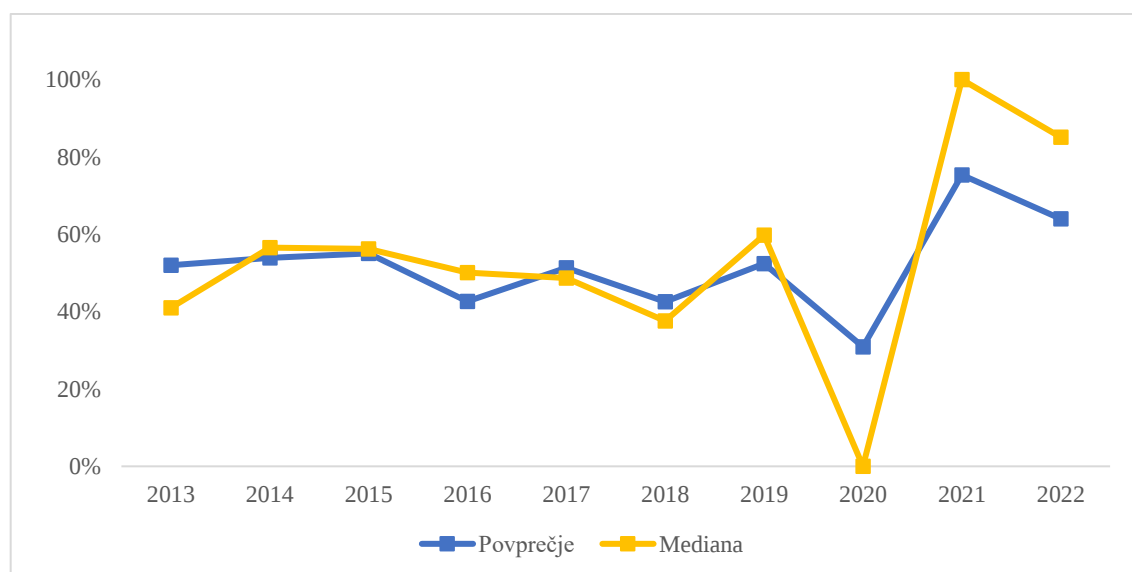
Slika 3: Gibanje dividendne donosnosti slovenskih borznih podjetij iz prve kotacije med letoma 2013 in 2022



Vir: S&P Global Market Intelligence (brez datuma).

Podjetja se skladno s svojo zastavljeno dividendno politiko pogosto odločajo za razdelitev vnaprej določenega deleža čistega poslovnega izida podjetja. Nadalje je spodnja analiza pripravljena tudi z namenom primerjave izplačil v obliki dividend in izplačil v obliki odkupov lastnih delnic. Na spodnji sliki je tako predstavljeno, kolikšen delež čistega poslovnega izida so slovenska podjetja v posameznem letu razdelila med delničarje v obliki dividend.

Slika 4: Gibanje deleža čistega poslovnega izida preteklega leta, izplačanega v obliki dividend slovenskih borznih podjetij



Vir: S&P Global Market Intelligence (brez datuma).

Kot je prikazano na sliki 4 se je med letoma 2013 in 2019 povprečni delež čistega poslovnega izida (v nadaljevanju ČPI) preteklega leta, izplačanega v obliki dividend, obravnavanih podjetij gibal med 42,5 % in 55,1 %. V letu 2020 je bil povprečni delež ČPI, izplačan v obliki dividend, najnižji (30,9 %). V tem letu je tudi delež ČPI, izplačan v obliki dividend, znašal 0 %, kar pomeni, da večina izmed obravnavanih podjetij v tem letu ni izplačala dividend. To dejstvo bi lahko povezali z vplivom epidemije covid-19, v času katere so številna podjetja omejila dividendna izplačila. Podrobnejše je dividendna politika izplačil v času epidemije covid-19 obravnavana v poglavju Politika izplačil v času epidemije covid-19. Najvišji delež izplačanega ČPI preteklega leta so obravnavana slovenska podjetja dosegla v letu 2021, ko je povprečno izplačilo doseglo 75,3 % ČPI preteklega leta, mediana izplačil pa 100 %.

5.2.2 Odkupi lastnih delnic

Med analiziranimi podjetji je 10 od 19 podjetij takšnih, ki so v obdobju med letoma 2013 in 2022 vsaj enkrat izvedla odkup lastnih delnic. Lastne delnice podjetja v bilanci stanja najdemo med lastniškim kapitalom. Zgolj 5 podjetij je med letoma 2013 in 2022 izvedlo izbris lastnih delnic. Kot je razvidno iz letnih poročil skupščin, so družbe odkupe lastnih delnic izvajale iz različnih namenov, ki jih dopušča zakon. Najpogostejše so družbe izvajale odkupe na podlagi pooblastila skupščine za odkup lastnih delnic. Lastne delnice podjetij so se povečale tudi iz drugih razlogov.

Pozavarovalnica Sava, d. d., v letnem poročilu za leto 2013 navaja povečanje postavke lastnih delnic kot posledico dejstva, da so dosegli večinsko lastništvo Zavarovalnice Maribor, ki je imela na dan 31. 12. 2013 v lasti 346.643 delnic Pozavarovalnice Sava, d. d. Skladno z zakonom so te delnice obravnavane kot lastne delnice, v tem primeru je torej Pozavarovalnica Sava, d. d., lastne delnice pridobila kot univerzalni pravni naslednik. Skladno z zakonom pa je moralo podjetje te delnice v roku enega leta odsvojiti, saj je preseglo zakonsko določeno mejo lastnih delnic. Nekatera podjetja so odkupe lastnih delnic izvajala tudi z namenom nagrajevanja zaposlenih (CINKARNA Celje, d. d., in DATALAB d. d.). Iz letnega poročila podjetja DATALAB d. d., za leto 2016 je razvidno, da občasno izvajajo odkupe lastnih delnic zaradi delitve dobička delavcem v obliki delniške sheme, skladno z ZUDDob. Delnice po odkupu prenesejo na fiduciarni račun. Tako pridobljene delnice se do odtujitve štejejo kot lastne delnice podjetja.

Tabela 3: Izvajanje odkupov lastnih delnic slovenskih borznih podjetij

Podjetje	Odkupi lastnih delnic	Umik lastnih delnic	Izdaja novih delnic
CETIS d. d.	NE	NE	NE
CINKARNA Celje, d. d.	DA	DA	NE
DATALAB d. d.	DA	NE	DA
Union Hotels Collection, d. d.	DA	NE	NE
INTEREUROPA d. d.	NE	NE	NE
KRKA, d. d., Novo mesto	DA	DA	NE
KS NALOŽBE d. d.	NE	NE	DA
LUKA KOPER, d. d.	NE	NE	NE
MELAMIN d. d. Kočevje	NE	NE	NE
Kompas MTS d. d.	NE	NE	DA
NAMA d. d. Ljubljana	NE	NE	NE
PETROL d. d., Ljubljana	DA	NE	NE
Pozavarovalnica Sava, d. d.	DA	DA	DA
SALUS, Ljubljana, d. d.	DA	DA	DA
KD d. d.	DA	DA	DA
TERME ČATEŽ d. d.	NE	NE	NE
TELEKOM SLOVENIJE, d. d.	DA	NE	NE
UNIOR d. d.	DA	DA	NE
ZAVAROVALNICA TRIGLAV, d. d.	NE	NE	NE

Vir: S&P Global Market Intelligence (brez datuma).

Med analiziranimi podjetji prikazanimi v tabeli 3, je 6 podjetij v opazovanem obdobju izdalo nove delnice. Te so bile izdane iz različnih razlogov, skupno pa jim je, da so jih podjetja izdala, ko je nastala potreba po povečanju kapitala. Podjetja, ki so v obravnavanem obdobju izvedla najmanj en odkup lastnih delnic, en umik lastnih delnic in eno izdajo novih delnic na trg, so: Pozavarovalnica Sava, d. d., SALUS, Ljubljana, d. d., in KD d. d. Na drugi strani pa je med opazovanimi podjetji 7 podjetij takšnih, pri katerih sta število delnic v obtoku in število lastnih delnic podjetja v celotnem opazovanem obdobju ostali nespremenjeni.

Med podjetji, ki so v analiziranem obdobju najmanj enkrat izvedla odkup lastnih delnic, sta dve podjetji izvedli odkup lastnih delnic samo enkrat v celotnem opazovanem obdobju (PETROL d. d., Ljubljana v letu 2017 in TELEKOM SLOVENIJE, d. d., v letu 2022). Edino podjetje, ki je med letoma 2013 in 2022 izvajalo odkupe vsako leto, je KRKA, d. d., Novo mesto, ki je v obravnavanem obdobju kumulativno tudi odkupila lastne delnice v največjem znesku med analiziranimi podjetji (142,7 mio EUR). Med analiziranimi podjetji je v analiziranem obdobju podjetje DATALAB d. d., na trg vrnilo celo več lastnih delnic, kot jih je odkupilo. To dejstvo ni presenetljivo, ker podjetje v letnem poročilu navaja, da izvaja odkupe lastnih delnic z namenom nagrajevanja zaposlenih. Te delnice tako ponovno pridejo na trg, podjetje pa jih ne beleži več kot lastne delnice.

Podatki o odkupih lastnih delnic so bili zbrani z uporabo platforme S&P Global Market Intelligence (podatek o vrednosti lastnih delnic je razviden na bilanci stanja, angl. *treasury shares*). Odkupe lastnih delnic v letu je tako mogoče izračunati kot razliko med vrednostjo lastnih delnic v tekočem letu in vrednostjo lastnih delnic v preteklem letu. Število odkupljenih delnic se izračuna tako, da se znesek odkupov lastnih delnic deli s tehtano povprečno ceno odkupljenih delnic v določenem letu. V primeru umika lastnih delnic se vrednost te postavke na bilanci stanja zmanjša, zato sem v takih primerih znesek odkupa preveril še v letnem poročilu podjetja. V primeru, da prodaja lastnih delnic na trgu v določenem letu presega vrednost odkupov lastnih delnic, je vrednost v tabeli 4 negativna, ker se je vrednost lastnih delnic, ki jih ima podjetje, zmanjšala. Natančen prikaz odkupov lastnih delnic podjetij je prikazan v prilogi 2, v tabeli 4 pa je prikazana kumulativna vrednost odkupov lastnih delnic.

Tabela 4: Kumulativna vrednost odkupov lastnih delnic slovenskih borznih podjetij

Podjetje	Odkupi skupaj
CINKARNA Celje, d. d.	4.575.838 €
DATALAB d. d.	-27.715 €
Union Hotels Collection, d. d.	2.622.929 €
KRKA, d. d., Novo mesto	142.745.000 €
PETROL d. d., Ljubljana	2.103.689 €
Pozavarovalnica Sava, d. d.	24.936.935 €
SALUS, Ljubljana, d. d.	3.563.140 €
KD d. d.	11.419.312 €
TELEKOM SLOVENIJE, d. d.	394.000 €
UNIOR d. d.	2.622.929 €

Vir: S&P Global Market Intelligence (brez datuma).

Med analiziranimi podjetji je 16 podjetij takšnih, ki so v analiziranem obdobju najmanj enkrat izvedla izplačilo dividend, takšnih, ki so najmanj enkrat izvedla odkupe lastnih delnic, pa je zgolj 10. Tudi med podjetji, ki izvajajo odkupe lastnih delnic, lahko ugotovimo, da podjetja tega ne počnejo izključno kot alternativen način poplačila delničarjev. Na primer: iz letnega poročila podjetja DATALAB d. d., je razvidno, da izvajajo odkupe lastnih delnic z namenom nagrajevanja zaposlenih. Analizirana podjetja tako bistveno redkeje opravljajo odkupe lastnih delnic in zanje namenijo bistveno manj sredstev, kot jih namenijo za izplačila dividend. Na podlagi teorije bi lahko sklepali, da podjetja v Sloveniji vztrajajo pri politiki izplačevanja dividend, ker so delničarji navajeni izplačil dividend in mogoče v določenih primerih celo preferirajo podjetja s politiko visokih dividend. Tudi podjetja, ki so izvajala odkupe lastnih delnic, so zanje navadno namenila bistveno manj sredstev kot za izplačila dividend. Na primeru Krke, d. d., je iz podatkov za leto 2022 razvidno, da je podjetje v tem letu za odkupe lastnih delnic namenilo 10,0 mio EUR, za izplačila dividend pa kar 175,0 mio EUR.

Število podjetij, ki izvajajo odkupe lastnih delnic, se v obravnavanem obdobju tudi ni povečalo, kar nakazuje na to, da podjetja niso bistveno spremenila načina izplačevanja v analiziranem obdobju. Število podjetij, ki izvajajo odkupe lastnih delnic, se je v obravnavanem obdobju gibalo med 2 in 5, pri čemer bi težko zaznali kakršenkoli trend povečevanja ali zmanjševanja števila podjetij, ki izvajajo odkupe lastnih delnic. Kot je razvidno iz tabele 5, so analizirana podjetja vrednostno odkupila najmanj lastnih delnic v letu 2015 (9.639 T EUR), največ pa v letu 2020 (38.840 T EUR).

Tabela 5: Kumulativna vrednost odkupov in št. podjetij, ki so izvajala odkupe v določenem letu, podatki za slovenska borzna podjetja

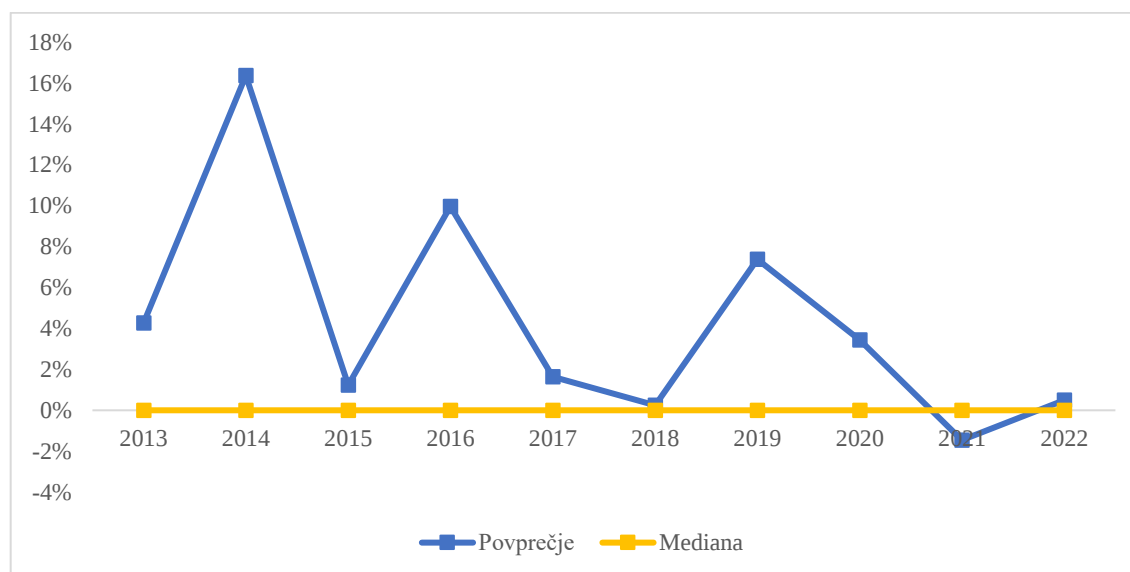
Leto	Odkupi skupaj	Št. podjetij
2013	16.660.058 €	5
2014	25.929.976 €	5
2015	9.639.440 €	3
2016	24.260.235 €	3
2017	13.011.016 €	3
2018	12.515.673 €	2
2019	24.642.028 €	4
2020	38.839.980 €	5
2021	16.749.877 €	3
2022	10.413.705 €	2

Vir: S&P Global Market Intelligence (brez datuma).

Za primerjavo odkupov lastnih delnic slovenskih podjetij z izplačili dividend je narejena še primerjava odkupov kot delež čistega poslovnega izida preteklega leta. Ker lahko podjetja ob upoštevanju določenih pogojev in z obvestitvijo delničarjev delnice vrnejo na trg, so lahko odkupi lastnih delnic podjetja v določenem letu tudi negativni. V spodnji izračun je vključenih zgolj 10 slovenskih borznih podjetij, ki so v obdobju med letoma 2013 in 2022 izvajala odkupe lastnih delnic. Izračun tako ni primerljiv z izplačili dividend, kjer so v primerjavo vključena vsa podjetja. V primeru, da bi v izračun indeksa odkupov lastnih delnic kot delež ČPI vključili vsa podjetja, bi povprečna vrednost tega indeksa dosegla nižje vrednosti.

Kot je razvidno na sliki 5, je najvišjo vrednost indeks odkupov lastnih delnic kot deleža ČPI dosegel v letu 2014 (16,4 %), najnižjo vrednost pa v letu 2021 (–1,5 %). Mediana obravnavanega indeksa je bila v celotnem obdobju med letoma 2013 in 2022 0 %. Na podlagi primerjave izvedenih analiz lahko sklepamo, da slovenska borzna podjetja bistveno večji delež dobička izplačajo v obliki dividend kot pa preko mehanizma odkupov lastnih delnic.

Slika 5: Odkupi lastnih delnic, kot delež čistega poslovnega izida preteklega leta, podatki za slovenska borzna podjetja



Vir: S&P Global Market Intelligence (brez datuma).

Slovenska zakonodaja določa, da lahko management podjetja na podlagi pooblastila skupščine izvede umik lastnih delnic z organiziranega trga (v tem primeru z Ljubljanske borze). Družba mora v poslovnem letu, ko izvaja umik lastnih delnic, izoblikovati rezerve za lastne delnice v višini, ki je bila plačana za pridobitev lastnih delnic. Družba lahko te rezerve sprosti šele po končnem postopku umika lastnih delnic. Hkrati z umikom delnic z Ljubljanske borze se izvede tudi izbris delnic iz centralnega registra vrednostnih papirjev klirinško depotne družbe. Skupščina skladno s tem tudi pooblasti upravo družbe za spremembo statuta v delu, ki se nanaša na uskladitev besedila, ki se nanaša na zmanjšanje osnovnega kapitala in spremembo števila delnic. Postopek umika lastnih delnic nima nikakršnega vpliva na davčno bilanco družbe (Davčna uprava Republike Slovenije, 2004).

5.2.3 Analiza dejavnikov, ki vplivajo na politiko izplačil

5.2.3.1 Kapitalska donosnost

Analiza kapitalske donosnosti podjetij je izvedena z namenom primerjave dividendnih in kapitalskih donosnosti podjetij. Za izračun letne kapitalske donosnosti sem izhajal iz podatka o kapitalski donosnosti podjetij za celotno obdobje. Celotna kapitalska donosnost je izračunana s pomočjo formule:

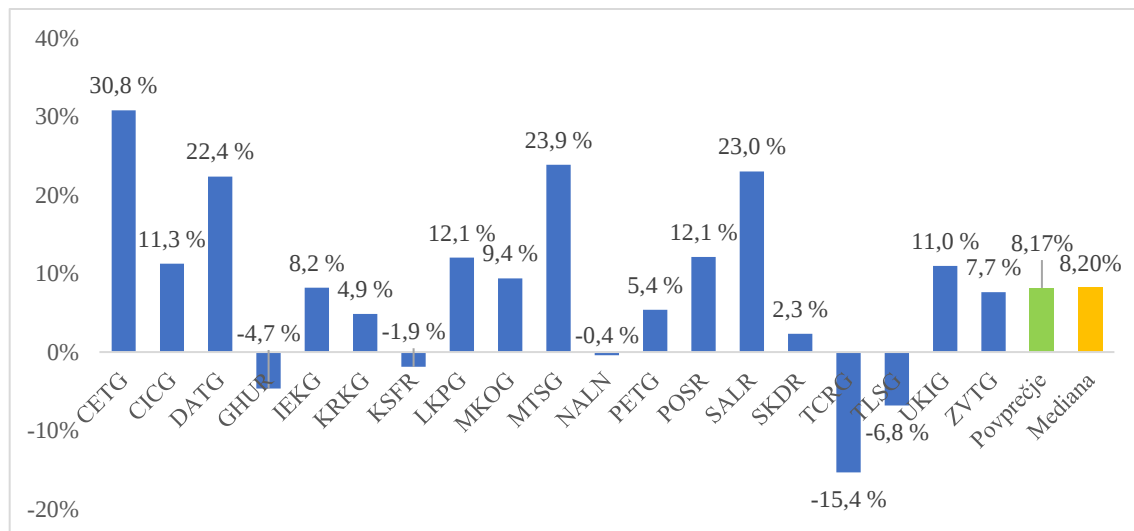
$$\text{celotna kapitalska donosnost} = \frac{\text{vrednost delnice na dan 31. 12. 2022}}{\text{vrednost delnice na dan 1. 1. 2013}} - 1 \quad (11)$$

Povprečna letna kapitalska donosnost pa je izračunana s pomočjo formule:

$$\text{povprečna kapitalna donosnost} = (1 + \text{celotna kapitalna donosnost})^{\frac{1}{10}} - 1 \quad (12)$$

Za razliko od dividendne donosnosti je lahko kapitalna donosnost negativna, saj lahko vrednost delnice pada. V obravnavanem obdobju je imelo 5 podjetij negativno povprečno kapitalno donosnost. Negativno kapitalno donosnost je imelo tudi podjetje TELEKOM SLOVENIJE, d. d., kljub temu da je to podjetje doseglo najvišjo dividendno donosnost med vsemi obravnavanimi podjetji. Kot je razvidno iz slike 6, je najvišjo kapitalno donosnost v obravnavanem obdobju dosegel CETIS d. d. (30,8 %). Razmeroma visoke donosnosti so dosegli tudi: Kompas MTS (23,9 %), SALUS, Ljubljana, d. d. (23,0 %), in DATALAB d. d. (22,4 %). Povprečna kapitalna donosnost je bila enaka mediani kapitalne donosnosti in je v obravnavanem obdobju znašala 8,2 %.

Slika 6: Povprečna letna kapitalna donosnost slovenskih borznih podjetij med letoma 2013 in 2022



Vir: S&P Global Market Intelligence (brez datuma).

5.2.3.2 Izračun koeficienta Sharpe

Koeficient Sharpe se pogosto uporablja za oceno tveganju prilagojenega donosa naložbe. Vlagateljem pomaga razumeti, koliko presežnega donosa so dosegli za vsako enoto prevzetega tveganja. Cilj investicije je doseči najboljšo kombinacijo med tveganjem in donosnostjo naložbe. Učinkovit portfelj je tisti, ki dosega najvišje vrednosti koeficienta Sharpe. Ta koeficient lahko izračunavamo tako za posamezne delnice kot tudi za portfelj. Za izračun uporabljamo formulo (Berk in DeMarzo, 2020, str. 415-417):

$$\text{koeficient Sharpe} = \frac{\text{presežna donosnost naložbe}}{\text{volatilnost naložbe}} = \frac{R_p - r_f}{SD[R_p]} \quad (13)$$

Za izračun koeficienta Sharpe sem najprej zbral gibanje cene delnice ob koncu vsakega trgovalnega dne v obdobju 1. 1. 2013–31. 12. 2022 preko platforme S&P Global Market Intelligence. Prav tako sem zbral podatke o vseh izplačilih dividend. Na podlagi dnevnih cen delnic in podatkov o dividendah sem nato izračunal dnevne donose delnic. Za izračun letne donosnosti delnice sem uporabil formulo:

$$\text{letni donos} = \frac{\text{cena delnice ob koncu leta} - \text{cena delnice ob začetku leta} + \text{izplačane dividende}}{\text{cena delnice ob začetku leta}} \quad (14)$$

Z uporabo formule 14 sem izračunal donosnosti vsake delnice za celotno desetletno obdobje. Za vsako delnico sem izračunal tudi povprečno letno donosnost kot povprečje donosnosti delnice v desetletnem obdobju. Nadaljeval sem z izračunom standardnih odklonov donosov delnice in izračunom povprečnega standardnega odklona donosov za obravnavana podjetja. Za izračun koeficienta Sharpe je treba določiti tudi netvegano obrestno mero za desetletno obdobje.

Modeli tveganja in donosnosti navadno opredelijo eno naložbo kot tvegano, drugo pa kot netvegano. Za določeno naložbo pravimo, da je brez tveganja, če z gotovostjo poznamo donosnost te naložbe. Pogoja, ki morata biti pri tem izpolnjena za določitev netvegane naložbe, sta, da je to naložba brez tveganja neizplačila in da je naložba brez reinvesticijskega tveganja. Prvi pogoj izključuje vse vrednostne papirje, ki jih izdajajo zasebni subjekti (tudi vrednostne papirje največjih in najvarnejših zasebnih subjektov, saj ti niso popolnoma brez tveganja). Edini vrednostni papirji, ki imajo možnost, da so brez tveganja, so državni vrednostni papirji, saj države navadno tudi nadzorujejo tiskanje denarja in bi tako morale biti vsaj nominalno sposobne izpolniti svoje obveznosti. Vendar je tudi pri teh treba prilagoditi izbiro, npr. šestmesečna državna menica je res brez tveganja neplačila, vendar pa pri njej obstaja reinvesticijsko tveganje, saj ne vemo, kakšna bo obrestna mera zakladne menice čez šest mesecev. V analizi je treba uporabiti strategijo usklajevanja trajanja vrednostnega papirja, ki se uporablja kot netvegana naložba in trajanja sredstva, ki se uporablja kot tvegana naložba (Damodaran, 2012, str. 154-155).

Za izračun netvegane stopnje donosnosti so uporabljeni podatki o stopnji donosa do dospelja dolgoročnih obveznic, kot jih poroča Banka Slovenije. Pri tem so uporabljeni podatki o donosnosti obveznic, ki so bile izdane med januarjem 2013 in decembrom 2022. Za izračun netvegane stopnje (rf) je izračunana povprečna donosnost slovenskih obveznic, izdanih v prej določenem desetletnem obdobju. Tako izračunana stopnja netvegane donosnosti je znašala 1,61 %. Za izračun razmerja Sharpe posamezne naložbe sem nato uporabil formulo 13. Presežni donos posamezne naložbe sem tako delil s standardnim odklonom donosov posamezne naložbe. Izračunani koeficienti Sharpe v tabeli 6 tako prikazujejo tveganju prilagojeno donosnost naložbe.

Tabela 6: Primerjava koeficienta Sharpe slovenskih borznih podjetij v obdobju 1. 1. 2013–31. 12. 2022

Delnica	Donos tvegane naložbe (Rp)	Standardni odklon	Koeficient Sharpe
CETIS d. d.	31,24 %	1,91 %	13,57
CINKARNA Celje, d. d.	11,28 %	1,89 %	3,15
DATALAB d. d.	22,73 %	3,21 %	5,42
Union Hotels Collection, d. d.	–1,31 %	2,67 %	–2,49
INTEREUROPA d. d.	8,20 %	5,04 %	0,57
KRKA, d. d., Novo mesto	9,08 %	1,28 %	2,94
KS NALOŽBE d. d.	–1,89 %	6,53 %	–1,11
LUKA KOPER, d. d.	13,40 %	1,90 %	4,24
MELAMIN d. d. Kočevje	10,78 %	1,78 %	3,06
Kompas MTS d. d.	10,78 %	1,78 %	3,06
NAMA d. d. Ljubljana	0,38 %	2,15 %	–2,31
PETROL d. d., Ljubljana	8,68 %	1,27 %	2,63
Pozavarovalnica Sava, d. d.	16,29 %	1,68 %	6,52
SALUS, Ljubljana, d. d.	24,49 %	1,54 %	12,47
KD d. d.	8,87 %	6,55 %	0,54
TERME ČATEŽ d. d.	–13,08 %	2,64 %	–6,97
TELEKOM SLOVENIJE, d. d.	7,66 %	1,54 %	1,52
UNIOR d. d.	10,99 %	2,91 %	1,95
ZAVAROVALNICA TRIGLAV, d. d.	11,75 %	1,40 %	4,59

Vir: S&P Global Market Intelligence (brez datuma).

Podjetja, ki so dosegla visok koeficient Sharpe, naj bi predstavljala naložbe z dobro tveganju prilagojeno donosnostjo. Naložbe, ki bi v obravnavanem obdobju dosegle visoke vrednosti razmerja Sharpe in s tem dosegle znatne donose v primerjavi s stopnjo prevzetega tveganja, vključujejo vsaj: CETIS d. d. (15,52), SALUS, Ljubljana, d. d. (14,89), Pozavarovalnica Sava, d. d. (8,74), in DATALAB d. d. (6,57). Med temi podjetji sta v obravnavanem obdobju podjetji SALUS, Ljubljana, d. d., in Pozavarovalnica Sava, d. d., dosegli tudi nadpovprečno dividendno donosnost, vsa štiri podjetja pa so dosegla nadpovprečno kapitalsko donosnost. Podjetja, ki so v obravnavanem obdobju dosegala negativne vrednosti razmerja Sharpe in tako glede na prevzeto tveganje in donos netvegane državne obveznice ne bi bila primerna za investiranje, vključujejo: TERME ČATEŽ d. d. (–5,57), Union Hotels Collection, d. d. (–1,10), NAMA d. d. Ljubljana (–0,58) in KS NALOŽBE d. d. (–0,54). Med temi je podjetje KS NALOŽBE d. d., edino, ki v obdobju med 1. 1. 2013 in 31. 12. 2022 ni izplačalo dividende niti enkrat. Vsa štiri podjetja z negativnim koeficientom Sharpe pa so v obravnavanem obdobju imela negativne kapitalske donose.

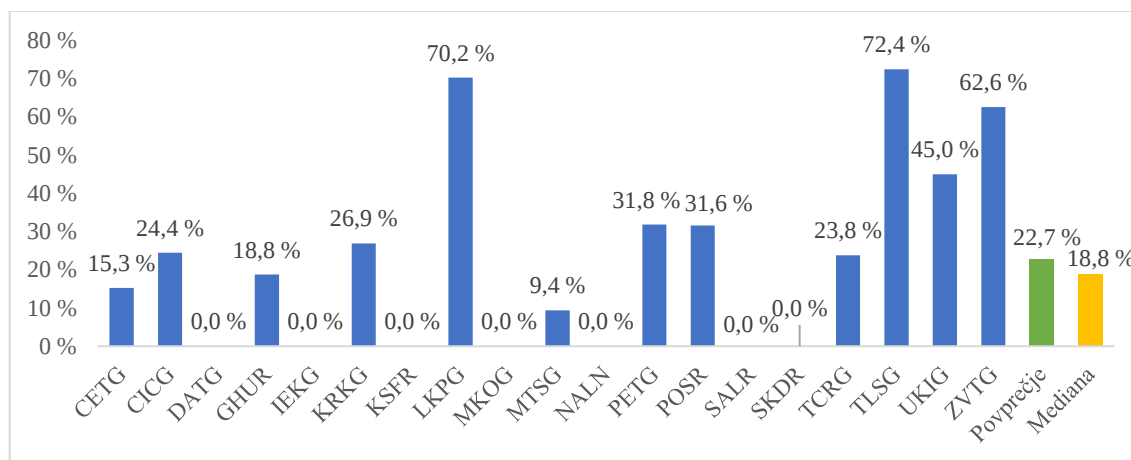
5.2.3.3 Lastniška struktura slovenskih podjetij

Teorija politike izplačil nakazuje, da bi lastniška struktura podjetij lahko imela pomemben vpliv na izplačilno politiko podjetij. Skladno s teorijo klientov lahko podjetja s svojo politiko

izplačil ciljajo na specifično skupino investorjev. Institucionalno ali državno lastništvo podjetij bi lahko povzročilo preferenco po izplačilih dividend. Visoka izplačila dividend bi lahko pojasnili tudi z državnim lastništvom v nekaterih podjetjih. Lahko bi namreč sklepali, da država preferira izplačila dividend pred odkupi lastnih delnic, saj na ta način pridobi več davka.

Podatki o lastniškem deležu države so zbrani preko letnih poročil podjetij. Na ta način so zbrani podatki o lastniški strukturi ob koncu vsakega leta za celotno analizirano obdobje med letoma 2013 in 2022. V analizo je vključenih 10 največjih delničarjev vsakega podjetja, za preostale delničarje pa se predpostavi, da niso povezani z državo. Če je delničar podjetja drugo podjetje, ki je v popolnem lastništvu Republike Slovenije, se lastniški delež tega podjetja obravnava kot državno lastništvo podjetja. V izvedeni analizi se tako pod lastništvom države štejejo tudi lastniški deleži družb: Slovenski državni holding, d. d., Kapitalska družba, d. d., Družba za upravljanje terjatev bank, d. d., SID banka, d. d., in Pošta Slovenije, d. o. o. Podobno so v spodnji analizi kot državno lastništvo zaradi poenostavitve analize upoštevani lastniški deleži občin, pri čemer je edina občina, ki je imela lastništvo v kateri izmed analiziranih družb, Mestna občina Koper.

Slika 7: Lastniški delež Republike Slovenije v slovenskih borznih podjetjih na dan 31. 12. 2022



Vir: Prva bonitetna agencija, d.o.o. (brez datuma).

Kot je razvidno na sliki 7, so imeli najvišji delež državnega lastništva na dan 31. 12. 2022 TELEKOM SLOVENIJE, d. d. (72,4 %), LUKA KOPER, d. d. (70,2 %), in ZAVAROVALNICA TRIGLAV, d. d. (62,6 %). Vse ostale obravnavane družbe so imele manj kot polovični lastniški delež Republike Slovenije, izračunan na podlagi zgoraj predstavljene metodologije. Med obravnavanimi družbami je bilo kar sedem takšnih, v katerih država ni imela nobenih delnic. Povprečni lastniški delež Republike Slovenije v obravnavanih družbah je na dan 31. 12. 2022 znašal 21,6 %, mediana lastniškega deleža pa 15,3 %. Tabela z gibanjem lastniškega deleža države v obdobju med letoma 2013 in 2022 je v prilogi.

5.3 Regresijska analiza dividendne politike v Sloveniji

5.3.1 Hipoteze, model in spremenljivke

Regresijska analiza politike izplačil je izvedena zgolj z namenom proučiti vpliv različnih faktorjev na dividendno donosnost. Odkupi lastnih delnic v regresijsko analizo niso vključeni, ker večina slovenskih podjetij odkupov lastnih delnic ne izvaja, kar pomeni, da bi imeli na voljo relativno majhen vzorec opazovanj. Vzorec vključuje 190 opazovanj (19 podjetij, opazovanih v desetletnem obdobju).

Teorija nam poda številne faktorje, ki lahko vplivajo na dividendno donosnost podjetij. Sam sem se na podlagi empiričnih raziskav v regresijsko analizo odločil vključiti sedem faktorjev, za katere bom v nadaljevanju poskušal določiti vpliv na odvisno spremenljivko. Pred tem pa je treba na podlagi teorije postaviti hipoteze, s katerimi postavimo predvidevanja o vplivu določenih faktorjev. Hipoteze, ki sem jih z regresijsko analizo testiral, so:

- H_1 : Višje vrednosti kazalca razmerja med dolgom in kapitalom (v nadaljevanju kazalca DE) pomenijo nižjo stopnjo dividendne donosnosti. Skladno s teorijo MM podjetja poskušajo uravnotežiti strukturo dolga in lastniškega kapitala, tako da izkoriščajo ugodnosti davčnega štita in se ne izpostavljajo tveganjem stečaja. Visoko zadolžena podjetja navadno dajejo prednost odplačevanju dolga pred izplačilom dividend.
- H_2 : Velikost podjetja vpliva na dividendno donosnost podjetij. Empirične raziskave kažejo, da želijo podjetja ponujati redne in stabilne dividende.
- H_3 : Višja vrednost kazalca likvidnosti pomeni višjo stopnjo dividendne donosnosti. Podjetja z dovolj visoko likvidnostjo lažje pridejo do zelenih denarnih sredstev za izplačilo dividende in so lahko pri izplačevanju dividend tudi bolj prilagodljiva.
- H_4 : Višja stopnja donosnosti lastniškega kapitala pomeni višjo dividendno donosnost. Faktor donosnost lastniškega kapitala (v nadaljevanju ROE) je mera za dobičkonosnost lastniškega kapitala podjetja. ROE je pomemben kazalec za investitorje, saj je neke vrste mera učinkovite uporabe lastniškega kapitala. Visok ROE se navadno odraza tudi v višjih dividendah.
- H_5 : Višja stopnja lastništva države pomeni višjo stopnjo dividendne donosnosti. Lastniški delež države ima lahko pomemben vpliv na dividendno politiko podjetja. Kjer država nastopa kot delničar, lahko odloča o izplačilu dividende. Navadno se predvideva, da država podobno kot institucionalni vlagatelji preferira redno izplačevanje visokih dividend.
- H_6 : Tip industrije vpliva na dividendno donosnost. Podjetja iz različnih dejavnosti imajo različne kapitalske zahteve in različne možnosti za rast ter se razlikujejo tudi po drugih lastnostih, ki bi lahko vplivale na dobičkonosnost podjetij v določenem obdobju in posledično tudi na dividendno politiko podjetij.

- *H₇: Podjetja so v času epidemije covid-19 izplačevala nižje dividende.* Epidemija covid-19 je negativno vplivala na poslovanje številnih podjetij. Epidemija je vplivala na dobavne verige podjetij in na prodajo, veliko podjetij pa se je v obdobju epidemije znašlo v finančnih težavah. Tako lahko predvidevamo, da so bila dividendna izplačila podjetij v času epidemije nižja.

Da bi raziskal razmerje med dividendno donosnostjo podjetij in pojasnjevalnimi spremenljivkami, sem izoblikoval sledeči model:

$$DivY_{it} = \beta_1 DE_{it} + \beta_2 \ln Velikost_{it} + \beta_3 Likvidnost_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 LDD_{it} + \beta_6 GD_{it} + \beta_7 Covid_{it} + u_{it} \quad (14)$$

Zgornji model je model panelnih podatkov, pri katerem posamezne enote opazujemo skozi daljše časovno obdobje. Pri panelnih podatkih *i* predstavlja posamezno opazovano enoto, *t* pa časovno komponento. Število vseh izvedenih opazovanj je enako zmnožku števila enot in količin ter časovnih opazovanj in v tem primeru znaša 190 (19 podjetij, opazovanih v 10 časovnih enotah). Pri panelnih podatkih ločimo med uravnoteženimi in neuravnoteženimi paneli. V našem primeru imamo za vsako časovno enoto podatke o vseh podjetjih, zato v tem primeru govorimo o uravnoteženem panelu podatkov. Uporabljeni regresijski model je brez konstante, saj je uporaba takšnega modela primernejša v primerih, ko je vrednost odvisne spremenljivke nižja. Kot odvisno spremenljivko (*Y*) sem uporabil:

- *DivY*: dividendna donosnost, ki je izračunana kot razmerje med izplačanimi dividendami v letu in ceno delnice na začetku poslovnega leta, za katerega je izplačana dividenda (dividendna donosnost podjetij je analizirana že v poglavju 4.2).

Kot neodvisne spremenljivke so uporabljene spremenljivke, ki bi lahko skladno s teorijo vplivale na dividendno politiko podjetij. Vse spremenljivke, uporabljene v regresijski analizi, so izračunane z uporabo podatkov iz bilance stanja, izkaza poslovnega izida in izkaza denarnih tokov, ki so bili zbrani preko platforme S&P Global Market Intelligence. Neodvisne spremenljivke (*X_{it}*), uporabljene v regresijski analizi, so:

- *DE*: razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom. Poda nam informacije o strukturi kapitala in finančnem vzvodu podjetja.
- *Velikost*: kot približek za velikost podjetja so uporabljeni podatki o bilančni vsoti vsakega podjetja v obravnavanem obdobju. Zaradi prilagoditve podatkov je v regresijski analizi uporabljen naravni logaritem bilančne vsote podjetij.
- *Likvidnost*: kratkoročni koeficient, ki se uporablja kot merilo likvidnosti podjetja, je izračunan kot razmerje med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi podjetja za posamezno leto.
- *ROE*: donosnost lastniškega kapitala, ki se izračunava kot razmerje med čistim dobičkom in lastniškim kapitalom podjetja za posamezno leto.

- Lastniški delež države (v nadaljevanju LDD): izračunan kot razmerje med delnicami podjetja v lasti države in državnih podjetij ter številom vseh delnic podjetja.
- Dejavnost (gospodarska dejavnost): glede na svojo glavno dejavnost poslovanja so podjetja razvrščena v primarni, sekundarni, terciarni in kvartarni sektor. Ker so vsa obravnavana podjetja iz sekundarnega ali terciarnega sektorja, je spremenljivka GD t. i. binarna navidezna spremenljivka. Podjetjem iz sekundarnega sektorja je tako pripisana vrednost 0, podjetjem iz terciarnega sektorja pa vrednost 1. Če bi imeli večji vzorec podjetij, bi bilo možno to analizo razširiti na bolj podrobno obravnavo podjetij, npr. podjetja glede na tip dejavnosti po SKD.
- Covid: je navidezna spremenljivka (angl. dummy), ki nakazuje vpliv epidemije covid-19. Gre za binarno spremenljivko, ki ji pripišemo vrednost 0 za vsa opazovana leta razen za leto 2020, v katerem želimo ugotoviti, ali je epidemija covid-19 vplivala na dividendno politiko podjetij. S tem smo leto 2020 izrecno izolirali in zajeli morebitne učinke epidemije covid-19 na odvisno spremenljivko.

5.3.2 Opisne statistike

Opisne statistike se uporablja za ugotovitev ključnih statističnih značilnosti zbranih podatkov. S pomočjo opisnih statistik dobimo celovit pregled nad zbranimi podatki. Prav tako lahko s pomočjo teh odkrijemo morebitne težave, kot so npr. izredno izstopajoče vrednosti določene spremenljivke ali pa težave z multikolinearnostjo. Nadaljnja analiza je izvedena s pomočjo programa Stata. Kot je predstavljeno v tabeli 7, odvisna spremenljivka doseže minimalno vrednost pri 0,00 in maksimalno vrednost pri 0,29. V povprečju dividendna donosnost dosega vrednost 0,04, kar ustreza izračunom iz poglavja 4.2. Vrednosti opisnih statistik se tako pri odvisni kot tudi pri neodvisnih spremenljivkah zdijo smiselne. Kljub temu sem se v nadaljevanju za izboljšanje modelov odločil za izločitev osamelcev iz regresijske analize.

Osamelci lahko bistveno vplivajo na rezultate statistične analize. Ti lahko nesorazmerno vplivajo na oceno koeficientov, standardnih napak in ustreznosti modela, kar lahko vodi do pristranskosti in netočnih rezultatov. Odstranjevanje osamelcev je tako postala standardna praksa pri postavljanju regresijskih modelov. Pred izvedbo regresijske analize sta bila izločena zgornji in spodnji centil opazovanj pri odvisni spremenljivki in spremenljivkah DE, velikosti podjetja, likvidnosti in ROE.

Tabela 7: Opisne statistike spremenljivk regresijskega modela

Spremenljivka	Št. opazovanj	Povprečje	Min.	Max.	Q ₁	Q ₃	Standardni odklon
DivY	171	0,04	0,00	0,29	0,00	0,06	0,04
DE	171	0,34	0,00	1,58	0,04	0,55	0,30
Velikost	171	12,24	9,03	15,29	10,84	14,04	1,73
Likvidnost	171	3,13	0,17	95,08	0,59	2,14	8,81
ROE	171	6,39	-25,21	35,38	2,27	11,91	8,20
LDD	171	0,23	0,00	0,72	0,00	0,31	0,23

Vir: lastno delo.

5.3.3 Rezultati

Regresijska analiza je izpeljana s pomočjo programskega paketa Stata. Uporabljena je t. i. panelna regresija. Panelna regresija je poseben tip regresije, ki je primeren za uporabo podatkov, zbranih skozi daljše časovno obdobje, pri čemer se zbrani podatki navezujejo na več subjektov. Ker so v analizo vključeni podatki 19 podjetij, zbrani skozi desetletno obdobje, je torej panelna regresija primerna.

Običajno se predvideva, da podjetja izplačujejo dividende za preteklo leto. Z drugimi besedami: izplačane dividende v določenem letu odražajo finančno uspešnost podjetja v preteklem letu. S tem razlogom sem v regresijskem modelu izvedel časovni odlog neodvisnih spremenljivk za preteklo leto.

Logaritemsko transformacijo spremenljivke se v regresiji uporablja iz več razlogov. Ta lahko pomaga pri normalizaciji porazdelitve podatkov ali pa pri reševanju problema heteroskedastičnosti. Spremenljivka velikost podjetja je določena kot vrednost sredstev podjetja v določenem letu oz. kot vrednost bilančne vsote podjetja. Glede na standardno uporabo te spremenljivke v empiričnih raziskavah je ta spremenljivka v regresijski analizi logaritmirana (uporabljen je naravni logaritem).

Če bi med posameznimi spremenljivkami, uporabljenimi v regresijski analizi, obstajala visoka korelacija, bi lahko to nakazovalo, da imamo slabo specificiran regresijski model, ki ima težave z multikolinearnostjo. Navadno se predpostavlja, da obstaja (pre)visoka korelacija med dvema spremenljivkama, če koeficient korelacije doseže vrednost, višjo od 0,7 oz. nižjo od -0,7. Iz spodnje tabele je razvidno, da vsi koeficienti korelacije dosegajo vrednosti med -0,7 in 0,7. Iz tabele 8 lahko vidimo, da največja korelacija nastopa med spremenljivkama velikosti podjetja in lastniškega deleža države (0,653). Takšen nivo korelacije bi lahko ocenili kot srednje velik. Za odpravljanje tega sem se v nadaljevanju odločil za izločitev spremenljivke lastniškega deleža države iz regresijske analize (4. model).

Tabela 8: Korelacijski koeficienti pojasnjevalnih spremenljivk regresijskega modela

	DE	Velikost	Likvidnost	ROE	LDD	Dejavnost	Covid
DE	1						
Velikost	0,3874	1					
Likvidnost	-0,2199	-0,3231	1				
ROE	0,0562	0,386	-0,1647	1			
LDD	0,3425	0,6533	-0,2927	0,2415	1		
Dejavnost	0,2189	0,189	0,0432	-0,1799	0,1148	1	
Covid	-0,0586	-0,013	0,0774	-0,0721	-0,0041	0,0317	1

Vir: lastno delo.

Uporabljeni regresijski modeli predstavljeni v tabeli 9 so:

- 1. model: osnovni regresijski model, ki je pripravljen zgolj kot osnova za izvedbo kompleksnejših regresijskih modelov.
- 2. model: model fiksnih učinkov. Model fiksnih učinkov se uporablja za opazovanje določenih značilnosti, ki se s časom ne spreminjajo – so fiksne.
- 3. model: model naključnih učinkov. Model naključnih učinkov se uporablja, kadar se opazovane značilnosti spreminjajo tako med posameznimi opazovanimi entitetami kot tudi med posameznimi časovnimi enotami.
- 4. model: model fiksnih učinkov z izločenima pojasnjevalnima spremenljivkama LDD in dejavnost.

Tabela 9: Regresijski modeli – prikaz izpisa iz State

	1. model	2. model	3. model	4. model
DE	-0,0096	0,001	0,012	0,0007
Velikost	0,0037	-0,0525***	-0,0043	-0,052***
Likvidnost	0,0008	-0,0002	0,0008	-0,0002
ROE	0,0021***	0,0017***	0,0012***	0,0017***
LDD	0,0278*	0,0253	0,0473*	/
Dejavnost	0,0035	/	0,0016	/
Covid	-0,01177	-0,0103*	-0,0117*	-0,0102*
F - statistika	9,04	8,45	/	10,03
Število opazovanj	155	155	155	155
R ² popravljeni	0,268	0,281	0,216	0,277

Vir: lastno delo.

Hausmanov test je statistični test, ki se uporablja za ugotavljanje, ali je model fiksnih učinkov (v nadaljevanju FE) ali model naključnih učinkov (v nadaljevanju RE) primernejši pri regresiji panelnih podatkov. Ničelna hipoteza Hausmanovega testa (H_0) je, da je model RE dosleden in učinkovit, alternativna hipoteza (H_1) pa je, da je model FE dosleden in učinkovit. Model FE je primeren, kadar se posamezne opazovane enote razlikujejo med

sabo, ni pa bistvenih sprememb v času. Model RE je primeren, kadar so opazovane enote naključno izbrane iz populacije (Pfajfar, 2018).

Zvezdice ob vrednosti posamezne spremenljivke v tabeli 9 nakazujejo stopnje statistične značilnosti posamezne spremenljivke. V primeru, da ob vrednosti ni zvezdic, to pomeni, da spremenljivka ni statistično značilna. Ena zvezdica nakazuje statistično značilnost pri p-vrednosti = 0,1, dve zvezdici nakazujeta statistično značilnost pri p-vrednosti = 0,05, tri zvezdice pa statistično značilnost pri p-vrednosti = 0,01.

Izračunana p-vrednost pri izvedbi Hausmanovega testa v Stati je 0,000. Ker vrednost H-statistike pade v kritično območje, lahko ničelno domnevo zavrnilo pri zelo majhni stopnji značilnosti. To pomeni, da ocene regresijskih koeficientov modela RE niso konsistentne, saj njihove vrednosti težijo k dejanskim populacijskim vrednostim. Modela RE tako ne moremo uporabiti. Odločimo se za model FE, ki je dosleden in učinkovit. Hausmanov test tako nakazuje, da je primernejši model FE.

Po izbiri modela fiksnih učinkov sem se na podlagi opisnih statistik in zaradi odpravljanja morebitnih težav s kolinearnostjo odločil za izločitev spremenljivk LDD in dejavnost iz modela. Tako sklepam, da je najprimernejši 4. model.

Vrednost popravljenega R-kvadrata pri četrtem modelu je 0,277, kar pomeni, da lahko približno 27,7 % variabilnosti odvisne spremenljivke (dividendne donosnosti) pojasnimo z neodvisnimi spremenljivkami, ki so vključene v regresijski model. Preostalih 72,3 % variabilnosti neodvisne spremenljivke model ne pojasni, kar je posledica drugih dejavnikov, ki v regresijsko analizo niso vključeni, ali pa naključne variabilnosti modela.

Spremenljivki velikost podjetja in ROE sta statistično značilni pri stopnji statistične značilnosti 0,001. Z zelo nizkim tveganjem lahko torej trdim, da je dividendna donosnost slovenskih podjetij odvisna od faktorjev velikosti podjetja in ROE. Vpliv je statistično značilen pri stopnji značilnosti 0,01. Spremenljivka covid je statistično značilna pri stopnji značilnosti 0,1. Za ostale pojasnjevalne spremenljivke ne moremo sklepati, da imajo vpliv, različen od nič, oz. da statistično značilno vplivajo na odvisno spremenljivko. Na podlagi te ugotovitve lahko sklepamo, da imajo večja slovenska borzna podjetja nižjo dividendno donosnost, višja donosnost lastniškega kapitala pomeni višjo dividendno donosnost, v epidemičnem letu 2020 pa lahko pri stopnji tveganja 10 % trdim, da so podjetja izplačevala nižjo dividendo.

Na podlagi izvedene regresijske analize lahko tako potrdim pravilnost druge, četrte in sedme hipoteze. Preostalih hipotez ne morem potrditi, vendar prav tako tudi ne zavrniti. Pokazal sem tako, da velikost podjetja res vpliva na dividendno donosnost. V kolikor se velikost podjetja (merjena kot naravni logaritem vrednosti sredstev podjetja) poveča za 1 %, se v povprečju, ceteris paribus, dividendna donosnost zmanjša za 0,052 enote. Podobno lahko

potrdim veljavnost četrte hipoteze, torej, da višja stopnja donosnosti lastniškega kapitala pomeni višjo dividendno donosnost. Če se vrednost faktorja ROE poveča za eno odstotno točko, se v povprečju, ceteris paribus, dividendna donosnost poveča za 0,0017 odstotne točke. Pri stopnji značilnosti $p = 0,1$, pa lahko potrdim tudi hipotezo, da so slovenska borzna podjetja v času epidemije covid-19 izplačevala nižjo dividendo. V letu 2020 se je tako v povprečju, ceteris paribus, dividendna donosnost zmanjšala za -0,0102 odstotne točke.

Regresijska analiza je pokazala, da imajo faktorji velikost podjetja, ROE in covid-19 vpliv na dividendno donosnost podjetja. V regresijsko analizo bi lahko za morebitno razširitev vključil še kakšen dodaten faktor, s katerim bi povečal pojasnjevalno vrednost neodvisnih spremenljivk. Tako bi lahko vključili npr. raven investicij podjetij ali Capex (sam ga nisem vključil zaradi pomanjkljivih podatkov za nekatera podjetja), za katerega bi pričakoval, da bo imel negativno povezavo z dividendno donosnostjo.

5.4 Relevantnost politike izplačil v Sloveniji

5.4.1 Vpliv davčne ureditve na relevantnost politike izplačil

V Sloveniji so kapitalski dobički in dividende, podobno kot v drugih državah, pogosto obdavčeni dvojno.⁵ Ko podjetje ustvari dobiček mora najprej plačati podjetniški davek. Ta davek se obračuna od neto dohodka podjetja po odbitku različnih davčno priznanih stroškov in olajšav. V Sloveniji je skladno z Zakonom o davku od dohodkov pravnih oseb (ZDDPO-2), Ur. l. RS, št. 117/06, 56/08, 76/08, 5/09, 96/09, 110/09, ta davčna stopnja 19 %. Drugič pa so obdavčeni posamezni delničarji ob razdelitvi dividend. Podjetja namreč navadno izplačajo dividende iz dela ustvarjenega dobička v preteklem obdobju oz. včasih tudi iz zadržanih dobičkov. Davek na izplačane dividende je skladno z Zakonom o dohodnini v Sloveniji 25 %. Nekatere države so uvedle določene ukrepe za zmanjševanje opisanega problema dvojne obdavčitve. Primer tega so t. i. kvalificirane dividende. Vlagatelji so v nekaterih državah upravičeni do kvalificirane dividende, če so delnico držali daljše časovno obdobje. Kvalificirana dividenda je za razliko od navadne obdavčena po nižji davčni stopnji. Obdavčitev kapitalskih dobičkov je podrobneje obravnavana v poglavju 3.1.

Kljub temu, da bi v teoriji lahko našli vsaj nekatere prednosti odkupov lastnih delnic pred izplačili dividend, pa sem z analizo poslovanja podjetij, ki kotirajo na Ljubljanski borzi, ugotovil, da podjetja pri nas bistveno redkeje izvajajo odkupe lastnih delnic od izplačil dividend. Lahko bi predvidevali, da investitorji znižanje ali neizplačilo dividend interpretirajo kot negativen signal glede poslovanja podjetja, zato bi lahko takšno znižanje negativno vplivalo na ceno delnice. Visoka izplačila dividend bi lahko pojasnjevali tudi z visokim državnim lastništvom v nekaterih podjetjih. Tako bi lahko predvidevali, da država

⁵ O dvojni obdavčitvi govorimo, ko je dohodek obdavčen dvakrat – enkrat na ravni podjetja, drugič pa na ravni posameznega delničarja.

preferira izplačila dividend pred odkupi lastnih delnic, saj na ta način pridobi več davka. Z regresijo, izvedeno v prejšnjem poglavju, sicer nismo mogli dokazati, da bi državno lastništvo vplivalo na politiko izplačil slovenskih podjetij. Vseeno pa je na mestu vprašanje, ali bi morala slovenska podjetja prilagoditi politiko izplačil v smeri povečanja odkupov lastnih delnic.

5.4.2 Fleksibilnost izplačevanja in politika izplačil

Dodatna prednost, ki jo imajo odkupi lastnih delnic pred izplačili dividend, je večja fleksibilnost politike izplačil. Dividende namreč ustvarjajo redno obveznost podjetja do delničarjev. Odkupi na drugi strani omogočajo visoko fleksibilnost, podjetje pa lahko prilagodi količino in časovni razpored odkupov glede na svojo finančno uspešnost in presežne denarne tokove. Nadalje odkupi lastnih delnic podjetju omogočajo, da izvaja odkupe na trgu zgolj v obdobju, ko smatra, da je vrednost delnice na trgu podcenjena. Prilagodljivost omogoča podjetju tudi, da se bolj prilagaja trenutnim potrebam, npr. v letošnjem letu izvede zastavljene investicijske projekte, izplačila delničarjem pa izvede šele v naslednjem obdobju. Nenazadnje pa odkupi lastnih delnic podjetjem v Sloveniji omogočajo, da te ponovno prodajo na organiziranem trgu, če ima podjetje v določenem obdobju potrebo po dodatnem kapitalu. Je pa pri tem treba upoštevati namen, s katerim je določeno podjetje izvajalo odkupe lastnih delnic.

5.4.3 Vpliv znižanja dividendnih izplačil na vrednost delnice

Skladno s teorijo bi lahko pričakoval, da se podjetja izogibajo znižanju dividendnih izplačil, saj bi vlagatelji lahko takšno početje interpretirali kot negativen signal glede poslovanja podjetja. Med izbranimi podjetji je v analiziranem obdobju možno opaziti 37 znižanj dividend na medletni ravni. Pri teh znižanjih sem opazoval, kaj se je zgodilo z vrednostjo delnice v prihodnjem letu. V 19 primerih se je zgodilo, da je bila vrednost delnice na začetku naslednjega leta (leto po znižanju dividende) nižja kot v letu pred tem. Do znižanja vrednosti delnice je torej prišlo pri 51,4 % vseh primerov, pri katerih se je dividenda na medletni ravni znižala. Na podlagi zbranih rezultatov ne morem z gotovostjo trditi, da znižanja dividendnih izplačil negativno vplivajo na ceno delnice, saj je vzorec opazovanj premajhen. Podatki za izračun se nahajajo v prilogi 1.

5.5 Politika izplačil podjetij v času epidemije covid-19

Zaradi izvedenih ukrepov v Sloveniji in tudi širše v svetu v času epidemije covid-19 bi lahko podjetja prilagodila politiko izplačil oz. zmanjšala izplačila. Izplačila podjetij bi se v obdobju covida-19 lahko znižala iz različnih razlogov. Lahko bi pričakovali, da bodo podjetja iz panog, ki so bile bolj negativno izpostavljene ukrepom v času covida-19, v tem obdobju poslovala slabše (npr. turizem) in zato temu vsaj do neke mere tudi prilagodila politiko izplačil. Podjetja bi lahko v tem obdobju prilagodila dividendno politiko tudi zaradi večje

ravni negotovosti. Prav tako pa so nekatera podjetja prilagodila dividendno politiko zaradi regulacije oz. različnih priporočil.⁶

Iz tabele v prilogi 1 lahko opazimo, da je v letu 2020 kar 10 podjetij znižalo izplačilo dividend. V tabeli 10 lahko vidimo, da je med analiziranimi podjetji kar 11 takšnih, ki v letu 2020 niso izplačala dividende, kar predstavlja 57,9 % vseh opazovanih podjetij. V nobenem drugem letu v obdobju med letoma 2013 in 2022 se ni zgodilo, da bi bil tako velik delež podjetij, ki dividende niso izplačala. Prav tako lahko iz tabele 7 opazimo, da se je znižala dividendna donosnost, ki je v letu 2020 znašala v povprečju 2,43 %, v letu pred tem pa je bila ta v povprečju 4,31 %. Lahko pa opazimo, da se je dividendna donosnost že v naslednjem letu ponovno povečala in dosegla povprečno vrednost 4,35 %. Lahko torej predvidevamo, da so slovenska podjetja vsaj do neke mere prilagodila dividendno politiko v času epidemije covid-19.

Tabela 10: Dividendna donosnost slovenskih borznih podjetij med letoma 2018 in 2021

Podjetje	2018	2019	2020	2021
CETIS d. d.	3,70 %	2,50 %	0,00 %	3,33 %
CINKARNA Celje, d. d.	12,33 %	16,25 %	9,04 %	11,80 %
DATALAB d. d.	1,41 %	12,33 %	0,00 %	7,59 %
Union Hotels Collection, d. d.	1,00 %	0,79 %	0,00 %	0,00 %
INTEREUROPA d. d.	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
KRKA, d. d., Novo mesto	5,20 %	5,54 %	5,81 %	5,48 %
KS NALOŽBE d. d.	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
LUKA KOPER, d. d.	4,10 %	5,24 %	4,55 %	6,00 %
MELAMIN d. d. Kočevje	2,30 %	3,83 %	2,18 %	2,03 %
Kompas MTS d. d.	0,64 %	0,58 %	0,00 %	0,00 %
NAMA d. d. Ljubljana	1,02 %	0,65 %	0,00 %	0,00 %
PETROL d. d., Ljubljana	4,66 %	5,64 %	5,87 %	6,71 %
Pozavarovalnica Sava, d. d.	5,06 %	6,46 %	5,77 %	4,59 %
SALUS, Ljubljana, d. d.	7,00 %	5,78 %	6,62 %	6,11 %
KD d. d.	0,00 %	0,00 %	0,00 %	13,33 %
TERME ČATEŽ d. d.	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
TELEKOM SLOVENIJE, d. d.	17,23 %	7,76 %	6,25 %	10,14 %
UNIOR d. d.	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
ZAVAROVALNICA TRIGLAV, d. d.	8,59 %	8,47 %	0,00 %	5,57 %
Povprečje	3,91 %	4,31 %	2,43 %	4,35 %
Mediana	2,30 %	3,83 %	0,00 %	4,59 %

Vir: S&P Global Market Intelligence (brez datuma).

⁶ V aprilu 2020 je ECB podala predlog za začasno zaustavitev izplačil dividend in odkupov lastnih delnic. Cilj tega priporočila je bil ohraniti kapital bančnega sistema in zagotoviti, da bodo imele banke dovolj sredstev za kreditiranje gospodinjstev in podjetij v obdobju pričakovane recesije.

Zanimalo me je tudi, ali so se v letu 2020 zmanjšali tudi odkupi lastnih delnic v primerjavi s preteklim in prihodnjim letom. Iz tabele 6 ugotovimo ravno obratno, torej da se je znesek odkupov zvišal s 24.642 T EUR v letu 2019 na 38.840 T EUR v letu 2020. Slednje bi lahko pojasnili s tem, da lahko podjetja po potrebi lastne delnice ponovno prodajo na trgu. Če bi imela podjetja potrebo po dodatnih denarnih sredstvih v prihodnjem obdobju, lahko pridobljene lastne delnice ponovno prodajo na trgu vrednostnih papirjev.

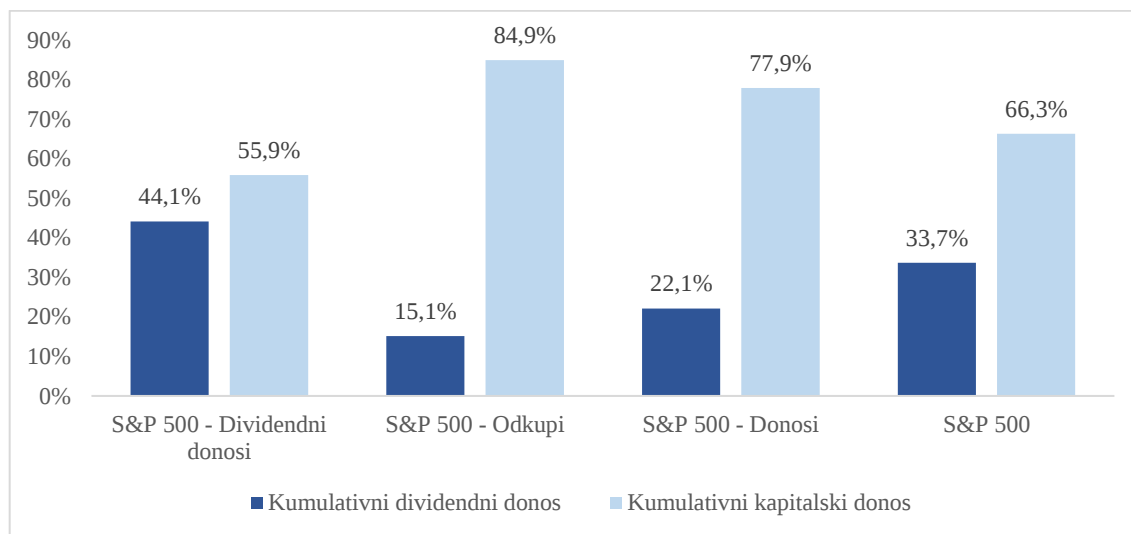
5.6 Primerjava politike izplačil slovenskih podjetij s tujino

Rezultate glede politike izplačil slovenskih podjetij bom v zadnjem delu primerjal še s politiko izplačil tujih podjetij. Tako bom preveril, kako pogosto se v tujini izvajajo odkupi lastnih delnic in kako pogosto podjetja izplačujejo dividende. Pri primerjavi politike izplačil se bom osredotočil na obdobje med 1. 1. 2013 in 31. 12. 2022, tako da bo ta čim bolj primerljiva z zbranimi rezultati izplačil slovenskih podjetij. Pri tem bom primerjavo naredil s podjetji iz Evrope in iz ZDA.

Na podlagi podatkov za ZDA je vrednost odkupov lastnih delnic presegla vrednost izplačil dividend v letu 1997. Zgodovinsko gledano so bila izplačila v obliki dividend popularnejša oblika izplačevanja v ZDA, v obdobju po letu 1980 pa je moč zaznati trend zmanjševanja deleža podjetij, ki izplačujejo dividende v ZDA. Tako je v ZDA v letu 1980 kar 78 % podjetij izplačevalo dividende, ta delež pa se je do leta 2018 zmanjšal na 43 %. V enakem obdobju se je delež podjetij, ki izvajajo odkupe lastnih delnic, povečal z 28 % na 53 %. Tudi v razvitem delu Evrope in Aziji Pacifik se je po letu 1992 zviševal delež podjetij, ki izvajajo odkupe lastnih delnic, vendar pa odkupi niso presegli vrednosti izplačanih dividend. V razvitem delu Evrope je delež podjetij, ki je izvajal odkupe lastnih delnic, znašal 26 % (Zeng in Luk, 2020, str. 2-3).

Indeksni sklad »S&P 500 Buybacks« (v nadaljevanju »indeks odkupi«) sledi gibanju 100 podjetij iz indeksa S&P 500, ki so v obdobju zadnjega leta namenila največji delež odkupom lastnih delnic. V obdobju med 31. 12. 1999 in 31. 12. 2019 je indeks odkupi dosegel presežno donosnost glede na indeks S&P 500 v kar 16 od 20 analiziranih let. V celotnem obdobju je indeks odkupi presegel donosnost indeksa S&P 500 v povprečju za kar 5,5 % na leto, imel pa je nekoliko večjo volatilnost. Za indeks odkupi je značilno, da tudi bistveno nižji delež skupnega donosa indeksa predstavljajo dividendni donosi. Na sliki 8 lahko vidimo, da so v obdobju med 31. 12. 1999 in 31. 12. 2019 kapitalski donosi prispevali 84,9 %, dividendni donosi pa zgolj 15,1 % k skupnemu donosu tega indeksa (Zeng in Luk, 2020, str. 8-10).

Slika 8: Primerjava donosnosti izbranih indeksnih skladov v obdobju med 31. 12. 1999 in 31. 12. 2019



Vir: Zeng in Luk (2020).

V preteklosti so »defenzivni« sektorji⁷ indeksa (kot so komunalne storitve, komunikacijske storitve in osnovne potrošniške dobrine) izplačevali višje dividende kot drugi sektorji med ameriški podjetji z visoko tržno kapitalizacijo. Nasprotno pa so sektorji, ki so bolj ciklične narave (potrošniški izdelki, informacijska tehnologija, finance ...), v preteklosti več sredstev namenili odkupom lastnih delnic. Podobne sektorske karakteristike veljajo tudi za majhna in srednje velika podjetja (Zeng in Luk, 2020, str. 13-14).

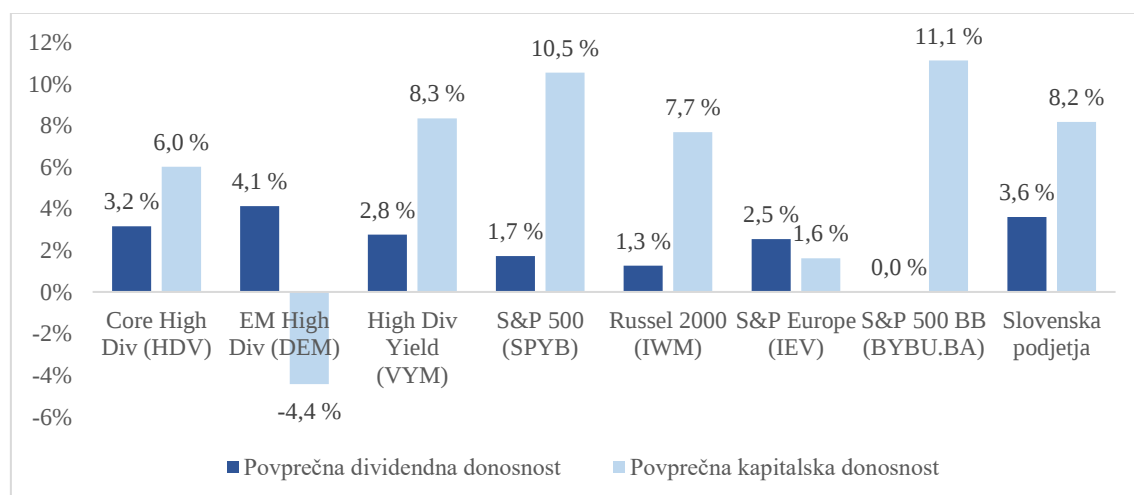
Pri primerjavi politike izplačil slovenskih podjetij s tujino sem najprej poiskal indeksne sklade, ki dobro sledijo gibanju izbranih indeksov in ki so dobri pokazatelji dogajanja na evropskem in ameriškem trgu. Podatke o gibanju indeksov in dividendnih donosnostih sem zbral preko platforme S&P Global Market Intelligence in Yahoo Finance. Za ameriški trg sem izbral indeksna sklada na osnovi S&P 500 in Russel 2000. Indeks S&P 500 spremlja gibanje 500 največjih podjetij, s katerimi se trguje v ZDA. Podjetja so v ta indeks uvrščena na podlagi svoje tržne kapitalizacije (večja kot je tržna kapitalizacija posameznega podjetja, večja je njegova teža v indeksu). Russel 2000 spremlja gibanje 2000 ameriških podjetij z nizko tržno kapitalizacijo. Indeks Russel 2000 se pogosto uporablja kot merilo za uspešnost poslovanja ameriških podjetij z nizko tržno kapitalizacijo. Tako indeks S&P 500 kot tudi indeks Russel 2000 sta sestavljena iz podjetij iz različnih industrij oz. sektorjev. Za primerjavo z evropskimi podjetji sem izbral indeksni sklad iShares Europe, ki spremlja gibanje indeksa S&P Europe 350. V ta indeks so vključena tako majhna in srednje velika kot tudi večja podjetja, prav tako pa je ta indeks sektorsko diverzificiran. Indeks iShares Europe tako vključuje podjetja iz različnih evropskih držav.

⁷ Defenzivni sektorji so tisti, za katere sta značilna nižje tveganje in manjša volatilitnost.

Za primerjavo sem vključil tudi indeksne sklade, ki sledijo gibanju podjetij z visoko dividendno donosnostjo (Emerging Markets High Div, Core High Div in High Div Yield). Vsem trem navedenim indeksnim skladom je skupno, da vključujejo podjetja z različnimi tržnimi kapitalizacijami in podjetja iz različnih sektorjev gospodarstva. Indeks Emerging Markets High Div sledi gibanju podjetij z visokimi izplačili dividend iz držav v razvoju. Indeks Core High Div sledi gibanju podjetij z visoko dividendno politiko. Indeks High Div Yield sledi gibanju podjetij z visoko dividendno donosnostjo iz ZDA. Za primerjavo s podjetji, ki se fokusirajo na visoke odkupe lastnih delnic, sem vključil indeks S&P BB.⁸ Ta indeks sledi gibanju ameriških podjetij, ki veliko sredstev namenijo odkupom lastnih delnic.

Za vse izbrane indeksne sklade sem izvedel izračun za enako obdobje kot za izbranih slovenska borzna podjetja (31. 12. 2012–31. 12. 2022). Na podlagi zbranih podatkov je iz slike 9 razvidno, da je največjo kapitalsko donosnost dosegel indeksni sklad S&P 500 BB, ki je v obdobju med 31. 12. 2015 in 31. 12. 2022 znašala 11,13 %. Pri primerjavi s slovenskimi podjetji lahko opazimo, da so ta dosegla relativno visoko dividendno donosnost v analiziranem obdobju. Dividendna donosnost slovenskih podjetij je v opazovanem obdobju znašala 3,60 %, kar je višje od vseh indeksnih skladov razen EM High Div, ki je v tem obdobju dosegel donosnost v višini 4,12 %. Dividendna donosnost izbranih slovenskih podjetij je tako bila tudi višja od dividendne donosnosti preostalih dveh indeksnih skladov, vključenih v analizo, ki sledita podjetjem z visoko dividendno donosnostjo (Core High Div in High Div Yield). Indeksna sklada, ki sledita gibanju S&P 500 in Russel 2000, sta v opazovanem obdobju dosegla dividendne donosnosti 1,72 % in 1,26 %. Indeksni sklad evropskih podjetij S&P Europe je dosegel višjo dividendno donosnost (2,54 %).

Slika 9: Primerjava povprečne letne dividendne in kapitalske donosnosti izbranih indeksnih skladov in slovenskih borznih podjetij



Vir: S&P Global Market Intelligence (brez datuma) in Yahoo Finance (brez datuma).

⁸ Podatki za ta indeks so na voljo zgolj med letoma 2016 in 2022, zato sem analizo donosnosti izračunal zgolj za obdobje 1. 1. 2016–31. 12. 2022.

6 SKLEP

V magistrskem delu sem raziskoval relevantnost politike izplačil slovenskih podjetij, ki kotirajo na Ljubljanski borzi. Na podlagi teorije lahko sklepamo, da politika izplačil podjetij zagotovo ni povsem irelevantna. Tako lahko visoka izplačila podjetij signalizirajo dobro poslovanje in zmanjšujejo problem agenta. Na drugi strani lahko najdemo tudi razloge, ki govorijo v prid nižjim izplačilom podjetij, ki so povezana predvsem z investicijskimi priložnostmi, če imajo podjetja na voljo projekte, ki ustvarjajo pozitivno NSV, je lahko odločitev za investiranje primernejša od odločitve za izplačilo dobička delničarjem.

Na dividendno politiko podjetij vplivajo različni faktorji. Z ekonometrično analizo sem pokazal, da so izplačila dividend slovenskih podjetij občutljiva vsaj na spremembe faktorjev velikost podjetja in donosnosti lastniškega kapitala. Ta faktorja sta se izkazala za statistično značilna po izvedeni regresijski analizi. Za izbrana podjetja sem tako pokazal, da se dividendna donosnost manjša z večanjem velikosti podjetij in povečuje z rastjo faktorja ROE. Pri stopnji tveganja $p = 0,1$ pa sem pokazal tudi, da se je dividendna donosnost v epidemičnem letu 2020 zmanjšala.

Odločitev med izplačili dividend in odkupi lastnih delnic za management ni vedno enostavna. Če so se podjetja že v preteklosti posluževala izplačil visokih dividend, bodo težje prilagajala politiko izplačil. Delničarji so namreč občutljivi na morebitna znižanja dividend. Na višja izplačila dividend bi lahko vplival tudi lastniški delež države. Zaradi obdavčitve dividend in nefleksibilnosti dividendne politike lahko predvidevamo, da dividende med drugimi vlagatelji ne bodo tako zaželenne kot odkupi lastnih delnic.

Proučil sem tudi, kakšen vpliv je na politiko izplačil podjetij imela epidemija covid-19. Na podlagi rezultatov sklepam, da so slovenska podjetja v času epidemije covid-19 zmanjšala izplačila. V letu 2020 je bila dividendna donosnost slovenskih borznih podjetij bistveno nižja kot v povprečju opazovanega obdobja med 31. 12. 2012 in 31. 12. 2022. Prav tako se je v letu 2020 zmanjšalo število podjetij, ki so dividende sploh izplačala. Res pa je, da se je po drugi strani v tem letu povečal kumulativni znesek odkupa lastnih delnic, kar bi lahko pojasnjevali s tem, da so podjetja v tem letu prešla na nekoliko bolj fleksibilno obliko izplačil.

Pri primerjavi politike izplačil slovenskih podjetij s politiko izplačil podjetij v tujini (Evropa in ZDA) sem ugotovil, da so v Sloveniji izplačila dividend bistveno pogostejša kot v tujini. V ZDA je že v letu 1997 skupna vrednost odkupov lastnih delnic presegla skupno vrednost izplačil dividend. V Sloveniji pa so izplačila dividend še vedno neprimerljivo višja od odkupov lastnih delnic. Dividendna donosnost slovenskih podjetij je namreč celo primerljiva z dividendno donosnostjo portfelja ameriških delnic z visoko dividendno donosnostjo. Glede na določene prednosti odkupov lastnih delnic pred izplačili dividend menim, da bi morala slovenska podjetja politiki izplačil nameniti več pozornosti, saj ta ni irelevantna.

LITERATURA IN VIRI

1. Allen, F., Bernardo, A. E. in Welch, I. (2000). *A theory of dividends based on tax clienteles*. *The journal of finance*, 55(6), 2499-2536.
2. Asquith, P. in Mullins Jr., D. W. (1983). The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth. *Journal of business*, 56(1), 77-96.
3. Baker, H. K., Veit, E. T. in Powell, G. E. (2001). Factors influencing dividend policy decisions of Nasdaq firms. *Financial Review*, 36(3), 19-38.
4. Basse, T., Reddemann, S., Riegler, J. J. in von der Schulenburg, J. M. G. (2014). Bank dividend policy and the global financial crisis: Empirical evidence from Europe. *European Journal of Political Economy*, 34, S25-S31.
5. Benartzi, S., Michaely, R. in Thaler, R. (1997). Do changes in dividends signal the future or the past? *The Journal of finance*, 52(3), 1007-1034.
6. Berk, J. in DeMarzo, J. (2020). *Corporate finance* (5. izd.). Pearson.
7. Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. *The bell journal of economics*, 10(1), 259-270.
8. Birgham, F. E. in Daves, P. R. (2019). *Intermediate Financial Management*. Cengage Learning.
9. Black, F. (1976). The dividend puzzle. *Journal of portfolio management*, 2(2), 5-8.
10. Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R. in Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of financial economics*, 77(3), 483-527.
11. Brennan, M. (1970). Taxes, Market valuation and corporate financial policy. *National Tax Journal*, 23(4), 417-427.
12. Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation*. John Wiley & Sons.
13. DeAngelo, H. in DeAngelo, L. (2006). The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem. *Journal of financial economics*, 79(2), 293-315.
14. Davčna uprava Republike Slovenije. (2004). *Odkup in umik lastnih delnic z zmanjšanjem osnovnega kapitala*. Pojasnilo DURS, št. 42405-00039/2004.
15. Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American economic review*, 74(4), 650-659.
16. Fama, E. F. in Babiak, H. (1968). Dividend policy: An empirical analysis. *Journal of the American statistical Association*, 63(324), 1132-1161.
17. Fama, E. F. in French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial economics*, 60(1), 3-43.
18. Farrar, D. E. in Selwyn, L. L. (1967). Taxes, corporate financial policy and return to investors. *National Tax Journal*, 20(4), 444-454.
19. Floyd, E., Li, N. in Skinner, D. J. (2015). Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends. *Journal of Financial Economics*, 118(2), 299-316.
20. Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The review of economics and statistics*, 41(2), 99-105.

21. Graham, J. R. (1999). Do personal taxes affect corporate financing decisions?. *Journal of Public Economics*, 73(2), 147-185.
22. Grullon, G. in Michaely, R. (2004). The information content of share repurchase programs. *The Journal of Finance*, 59(2), 651-680.
23. Grullon, G., Michaely, R. in Swaminathan, B. (2002). Are dividend changes a sign of firm maturity?. *The journal of Business*, 75(3), 387-424.
24. Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
25. Kalay, A. (1982). The ex-dividend day behavior of stock prices: a re-examination of the clientele effect. *The Journal of Finance*, 37(4), 1059-1070.
26. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. in Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), 471-517.
27. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. in Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The journal of finance*, 55(1), 1-33.
28. Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review*, 46(2), 97-113.
29. Michaely, R. in Allen, F. (2002). *Payout policy*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=309589
30. Miller, M. H. (1986). Behavioral rationality in finance: The case of dividends. *Journal of Business*, 59(4), S451-S468.
31. Miller, M. H. in Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of finance*, 40(4), 1031-1051.
32. Miller, M. H. in Scholes, M. S. (1978). Dividends and taxes. *Journal of financial economics*, 6(4), 333-364.
33. Miller, M. H. in Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
34. Ministrstvo za finance Republike Slovenije. (2023a). *Davek od dohodkov pravnih oseb Splošno o davku od dohodka pravnih oseb*. https://www.fu.gov.si/fileadmin/Internet/Davki_in_druge_dajatve/Podrocja/Davek_o_d_dohodkov_pravnih_oseb/Opis/Splosno_o_DDPO.doc#:~:text=Splo%C5%A1na%20dav%C4%8Dna%20stopnja%20za%20davek,davek%20pla%C4%8Duje%20po%20Ostpnji%2022%25
35. Ministrstvo za finance Republike Slovenije. (2023b). *Dohodek iz kapitala: Obresti, dividende in dobiček iz kapitala*. https://www.fu.gov.si/fileadmin/Internet/Davki_in_druge_dajatve/Podrocja/Dohodni_na/Dohodek_iz_kapitala/Opis/Obresti_dividende_in_dobicek_iz_kapitala.doc
36. Murphy, K. J. (1986). Incentives, learning, and compensation: A theoretical and empirical investigation of managerial labor contracts. *The Rand Journal of Economics*, 17(1), 59-76.
37. Pfajfar, L. (2018). *Osnovna ekonometrija*. Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani.

38. Podgorelec P. (2019). Ničnost poslov v zvezi s pridobivanjem lastnih delnic. *Pravosodni bilten*, 2, 27-45.
39. Poterba, J. M. in Summers, L. H. (1985). The Economic Effects of Dividend Taxation. V E. Altman in M. Subrahmanyam (ur.), *Recent Advances in Corporate Finance* (str. 227-284). Richard D. Irwin Publishers.
40. Satt, H. in Iatridis, G. (2023). The effect of annual reports tone complexity on firms' dividend policy: evidence from the United States. *Review of Behavioral Finance*, 15(4), 592-614.
41. Watts, R. L. (1971). *The information content of dividends* (doktorska disertacija). The University of Chicago.
42. Zakon o davčnem postopku (ZDavP-2). *Uradni list RS*, št. 13/11.
43. Zakon o davku od dobička od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov (ZDDOIFI). *Uradni list RS*, št. 65/08, 40/12.
44. Zakon o davku od dohodka pravnih oseb (ZDDPO-2). *Uradni list RS*, št. 117/06, 56/08, 76/08, 5/09, 96/09, 110/09.
45. Zakon o dohodnini (ZDoh-2). *Uradni list RS*, št. 13/11.
46. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1). *Uradni list RS*, št. 65/09.
47. Zakon o trgu finančnih instrumentov (ZTFI-1). *Uradni list RS*, št. 77/18, 17/19.
48. Zeng, L. in Luk, P. (2020, 10. marec). *Examining share repurchasing and the S&P buyback indices in the US market*. S&P Dow Jones Indices.

PRILOGE

Priloga 1: Izplačila dividend slovenskih borznih podjetij med letoma 2013 in 2022

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CETIS d. d.	2,00 €	0,00 €	0,75 €	1,37 €	0,85 €	2,00 €	2,00 €	0,00 €	2,00 €	29,50 €
CINKARNA Celje, d. d.	0,65 €	1,10 €	0,86 €	0,42 €	0,91 €	2,65 €	2,83 €	1,70 €	2,10 €	3,19 €
DATALAB d. d.	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,03 €	0,04 €	0,37 €	0,00 €	0,32 €	0,89 €
Union Hotels Collection, d. d.	0,62 €	0,85 €	0,33 €	0,17 €	0,34 €	0,17 €	0,17 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
INTEREUROPA d. d.	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
KRKA, d. d., Novo mesto	1,61 €	2,10 €	2,50 €	2,65 €	2,75 €	2,90 €	3,20 €	4,25 €	5,00 €	5,63 €
KS NALOŽBE d. d.	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
LUKA KOPER, d. d.	0,17 €	0,16 €	1,55 €	1,13 €	1,40 €	1,23 €	1,33 €	1,07 €	1,14 €	1,14 €
MELAMIN d. d. Kočevje	0,00 €	2,00 €	0,34 €	1,00 €	1,30 €	1,20 €	2,30 €	1,20 €	1,20 €	0,00 €
Kompas MTS d. d.	0,50 €	0,00 €	0,85 €	0,50 €	0,23 €	0,23 €	0,23 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
NAMA d. d. Ljubljana	0,00 €	0,17 €	0,39 €	0,17 €	0,00 €	0,17 €	0,11 €	0,00 €	0,00 €	0,17 €
PETROL d. d., Ljubljana	0,50 €	0,51 €	0,59 €	0,63 €	0,70 €	0,80 €	0,90 €	1,10 €	1,10 €	1,50 €
Sava Re, d. d.	0,00 €	0,26 €	0,55 €	0,95 €	0,80 €	0,80 €	0,95 €	1,05 €	0,85 €	1,50 €
SALUS, Ljubljana, d. d.	30,00 €	20,00 €	30,00 €	30,00 €	30,00 €	35,00 €	37,00 €	45,00 €	55,00 €	65,00 €
KD d. d.	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	100,00 €	80,00 €
TERME ČATEŽ d. d.	0,00 €	0,00 €	1,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
TELEKOM SLOVENIJE, d. d.	10,00 €	10,00 €	10,00 €	5,00 €	5,00 €	14,30 €	4,50 €	3,50 €	4,50 €	4,50 €
UNIOR d. d.	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
ZAVAROVALNICA TRIGLAV, d. d.	2,00 €	1,70 €	2,50 €	2,50 €	2,50 €	2,50 €	2,50 €	0,00 €	1,70 €	3,70 €

Vir: S&P Global Market Intelligence (brez datuma).

Priloga 2: Izplačila dividend slovenskih borznih podjetij kot delež čistega poslovnega izida preteklega leta med letoma 2013 in 2022

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CETIS d. d.	41,0 %	0,0 %	49,7 %	50,1 %	48,7 %	15,4 %	19,8 %	0,0 %	8,5 %	100,0 %
CINKARNA Celje, d. d.	28,9 %	100,0 %	50,0 %	50,1 %	75,3 %	74,5 %	73,8 %	62,3 %	86,6 %	75,0 %
DATALAB d. d.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	6,5 %	7,1 %	100,0 %	0,0 %	39,6 %	94,9 %
Union Hotels Collection, d. d.	94,9 %	100,0 %	99,5 %	22,8 %	26,2 %	11,2 %	7,9 %	0,0 %	100,0 %	100,0 %
INTEREUROPA d. d.	100,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	100,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
KRKA, d. d., Novo mesto	34,2 %	41,6 %	56,2 %	58,5 %	85,8 %	60,0 %	61,7 %	53,2 %	60,1 %	71,1 %
KS NALOŽBE d. d.	100,0 %	100,0 %	0,0 %	0,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
LUKA KOPER, d. d.	31,6 %	48,6 %	82,0 %	54,8 %	48,3 %	52,0 %	31,8 %	38,6 %	51,0 %	53,3 %
MELAMIN d. d. Kočevje	0,0 %	56,6 %	8,5 %	15,1 %	16,5 %	20,4 %	59,8 %	15,7 %	19,2 %	0,0 %
Kompas MTS d. d.	7,7 %	0,0 %	37,9 %	19,4 %	8,8 %	3,6 %	3,5 %	0,0 %	100,0 %	0,0 %
NAMA d. d. Ljubljana	0,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	0,0 %	84,3 %	92,8 %	0,0 %	100,0 %	100,0 %
PETROL d. d., Ljubljana	59,8 %	69,0 %	58,7 %	86,4 %	66,1 %	51,2 %	36,8 %	75,1 %	100,0 %	92,8 %
Pozavarovalnica Sava, d. d.	9,3 %	29,0 %	40,5 %	90,9 %	37,7 %	37,6 %	35,2 %	42,2 %	100,0 %	44,0 %
SALUS, Ljubljana, d. d.	100,0 %	100,0 %	100,0 %	95,1 %	99,9 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
KD d. d.	100,0 %	0,0 %	100,0 %	0,0 %	100,0 %	0,0 %	100,0 %	0,0 %	100,0 %	100,0 %
TERME ČATEŽ d. d.	0,0 %	0,0 %	63,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	100,0 %	0,0 %
TELEKOM SLOVENIJE, d. d.	100,0 %	100,0 %	100,0 %	70,8 %	80,4 %	100,0 %	86,0 %	100,0 %	100,0 %	85,1 %
UNIOR d. d.	100,0 %	100,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	100,0 %	0,0 %
ZAVAROVALNICA TRIGLAV, d. d.	90,1 %	80,0 %	100,0 %	97,0 %	75,4 %	90,8 %	86,6 %	0,0 %	66,6 %	100,0 %

Vir: S&P Global Market Intelligence (brez datuma).

Priloga 3: Odkupi lastnih delnic slovenskih borznih podjetij kot delež čistega poslovnega izida preteklega leta med letoma 2013 in 2022

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CINKARNA Celje, d. d.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,7 %	2,9 %	10,1 %	2,8 %	0,0 %
DATALAB d. d.	0,3 %	-2,7 %	4,9 %	2,8 %	1,0 %	-9,0 %	0,0 %	10,5 %	-7,5 %	-0,3 %
Union Hotels Collection, d. d.	0,0 %	0,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	32,5 %	1,2 %	25,7 %	0,0 %
KRKA, d. d., Novo mesto	8,3 %	10,5 %	6,4 %	9,4 %	7,1 %	7,0 %	8,7 %	9,9 %	6,2 %	2,9 %
PETROL d. d., Ljubljana	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Pozavarovalnica Sava, d. d.	9,3 %	17,7 %	0,7 %	33,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
SALUS, Ljubljana, d. d.	17,4 %	100,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
KD d. d.	2,0 %	-0,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	100,0 %	0,0 %	0,0 %
TELEKOM SLOVENIJE, d. d.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,9 %
UNIOR d. d.	0,0 %	0,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	32,5 %	1,2 %	25,7 %	0,0 %

Vir: S&P Global Market Intelligence (brez datuma).

Priloga 4: Gibanje državnega lastništva slovenskih borznih podjetij

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CETIS d. d.	15,3 %	15,3 %	15,3 %	15,3 %	15,3 %	15,3 %	15,3 %	15,3 %	15,3 %	15,3 %	15,3 %
CINKARNA Celje, d. d.	11,4 %	11,4 %	11,4 %	11,4 %	25,9 %	25,9 %	24,2 %	24,4 %	24,4 %	24,4 %	24,4 %
DATALAB d. d.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Union Hotels Collection, d. d.	18,8 %	18,8 %	18,8 %	18,8 %	18,8 %	18,8 %	18,8 %	18,8 %	18,8 %	18,8 %	18,8 %
INTEREUROPA d. d.	18,0 %	22,3 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
KRKA, d. d., Novo mesto	24,9 %	24,9 %	26,9 %	26,9 %	26,9 %	26,9 %	26,9 %	26,9 %	26,9 %	26,9 %	26,9 %
KS NALOŽBE d. d.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
LUKA KOPER, d. d.	70,2 %	70,2 %	70,2 %	70,2 %	70,2 %	70,2 %	70,2 %	70,2 %	70,2 %	70,2 %	70,2 %
MELAMIN d. d. Kočevje	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	30,6 %	0,0 %	0,0 %
Kompas MTS d. d.	11,4 %	11,4 %	11,4 %	11,4 %	11,4 %	11,3 %	11,3 %	11,3 %	11,3 %	9,4 %	9,4 %
NAMA d. d. Ljubljana	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
PETROL d. d., Ljubljana	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	31,1 %	31,1 %	31,8 %	31,8 %	31,8 %	31,8 %
Pozavarovalnica Sava, d. d.	25,0 %	25,0 %	33,3 %	25,0 %	25,0 %	27,8 %	27,8 %	31,6 %	31,6 %	31,6 %	31,6 %
SALUS, Ljubljana, d. d.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
KD d. d.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
TERME ČATEŽ d. d.	23,8 %	23,8 %	23,8 %	23,8 %	23,8 %	23,8 %	23,8 %	23,8 %	23,8 %	23,8 %	23,8 %
TELEKOM SLOVENIJE, d. d.	72,4 %	72,4 %	72,4 %	72,4 %	72,4 %	72,4 %	72,4 %	72,4 %	72,4 %	72,4 %	72,4 %
UNIOR d. d.	5,6 %	5,6 %	5,6 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %
ZAVAROVALNICA TRIGLAV, d. d.	62,6 %	62,6 %	62,6 %	62,6 %	62,6 %	62,6 %	62,6 %	62,6 %	62,6 %	62,6 %	62,6 %

Vir: Prva bonitetna agencija, d.o.o. (brez datuma).