

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

POLITIKA DIVIDEND V SLOVENIJI

Ljubljana, maj 2004

Tilen Zugwitz

IZJAVA

Študent Tilen Zugwitz izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom izrednega profesorja dr. Vlada Dimovskega, in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 20. 5. 2004

Podpis: _____

KAZALO VSEBINE

UVOD	1
1 TEORIJA POLITIKE DIVIDEND	4
1. 1 OPREDELITEV DIVIDEND IN POLITIKE DIVIDEND	4
1. 2 ZGODOVINA POLITIKE DIVIDEND	5
1. 3 POLITIKA DIVIDEND Z VIDIKA TEORIJE POSLOVNIH FINANC	7
1. 3. 1 Vpliv politike dividend na vrednost delnice	7
1. 3. 2 Vpliv politike dividend na strošek kapitala	10
1. 4 TEMELJNE TEORIJE POLITIKE DIVIDEND	12
1. 4. 1 Teorija nevtralnosti politike dividend	13
1. 4. 2 Teorija pozitivnega vpliva oziroma vrabca v roki	18
1. 4. 3 Teorija negativnega vpliva oziroma davčna teorija	18
1. 4. 4 Sklep temeljnih teorij politike dividend	22
1. 5 PREOSTALE TEORIJE POLITIKE DIVIDEND	22
1. 5. 1 Informacijski učinek politike dividend	22
1. 5. 2 Učinek strank	26
1. 5. 3 Stroški agentov ali teorija prostega denarnega toka	27
1. 6 POMEMBNI DEJAVNIKI POLITIKE DIVIDEND	30
1. 6. 1 Omejitve politike dividend	31
1. 6. 2 Investicijske priložnosti	32
1. 6. 3 Razpoložljivost in strošek alternativnih virov financiranja	32
1. 6. 4 Inflacija	33
1. 6. 5 Predvidljivost dobička	33
1. 6. 6 Zakonodaja	33
1. 6. 7 Lastniški nadzor	34
1. 7 OBLIKE IZPLAČILA DIVIDEND	34
1. 7. 1 Denarne dividende	34
1. 7. 2 Izplačilo dividend v obliki delnic in cepitev delnic	35
1. 7. 3 Odkup lastnih delnic	36
1. 7. 4 Načrti reinvestiranja dividend	40
1. 8 VRSTE DIVIDEND	41
1. 9 DOLOČANJE VIŠINE DIVIDEND V PRAKSI	41
1. 9. 1 Politika preostalega dobička	42
1. 9. 2 Politika nespremenjenih in enakomerno naraščajočih dividend	43
1. 9. 3 Politika enakega deleža izplačanega dobička	44
1. 9. 4 Politika nizkih rednih in dodatnih dividend	44
1. 10 ALTERNATIVNE TEORIJE POLITIKE DIVIDEND	45
2 TUJE EMPIRIČNE RAZISKAVE POLITIKE DIVIDEND	46
2. 1 LINTNERJEVA RAZISKAVA POLITIKE DIVIDEND	46
2. 1. 1 Lintnerjeva raziskava iz leta 1956	46
2. 1. 2 Ponovljena raziskava iz leta 2003	48
2. 2 TESTIRANJE TEORIJ ASIMETRIČNOSTI INFORMACIJ V PRAKSI	50
2. 2. 1 Teorija informacijskega učinka politike dividend	50
2. 2. 2 Teorija stroškov agentov in teorija prostega denarnega toka	53
2. 2. 3 Sklep opisanih empiričnih ugotovitev	53
2. 3 PRIMERJAVA POLITIKE DIVIDEND V RAZVITIH FINANČNIH SISTEMIH IN RAZVIJAJOČIH SE SISTEMIH	55

2. 3. 1 Vzroki za razlike v politiki dividend.....	55
2. 3. 2 Razlike v politiki dividend.....	61
3 SLOVENSKI GOSPODARSKI OKVIR IN POLITIKA DIVIDEND	64
3. 1 POSEBNOSTI SLOVENSKEGA GOSPODARSKEGA OKVIRA	64
3. 2 VPLIV LASTNIŠKE STRUKTURE NA POLITIKO DIVIDEND	65
3. 2. 1 Mali delničarji	66
3. 2. 2 Zaposleni	66
3. 2. 3 Skladi.....	66
3. 2. 4 Poslovodstva podjetij	67
3. 3 DIVIDENDE V SLOVENSKI ZAKONODAJI	67
3. 3. 1 Zakonske možnosti delitve dobička	67
3. 3. 2 Obdavčitev dobička podjetij.....	68
3. 3. 3 Obdavčitev prejetih dividend za fizične osebe.....	70
3. 4 TEMELJNE ZNAČILNOSTI POLITIKE DIVIDEND V SLOVENIJI.....	71
4 EMPIRIČNA ANALIZA POLITIKE DIVIDEND V SLOVENIJI	72
4. 1 POPULACIJA, VZOREC, OPAZOVANO OBDOBJE IN SPREMENLJIVKE.....	73
4. 1. 1 Populacija in vzorec podjetij	73
4. 1. 2 Opazovano obdobje.....	74
4. 1. 3 Opazovane spremenljivke	74
4. 2 ANALIZA POLITIKE DIVIDEND NA AGREGATNI RAVNI.....	75
4. 3 ANALIZA POLITIKE DIVIDEND NA RAVNI PODJETJA	82
4. 3. 1 Logistični regresijski model.....	83
4. 3. 2 Regresijski model.....	92
4. 4 SKLEPNE UGOTOVITVE EMPIRIČNE ANALIZE	94
4. 5 MOŽNI NADALJNI RAZVOJ POLITIKE DIVIDEND V SLOVENIJI.....	95
SKLEP	97
LITERATURA	101
VIRI	103
PRILOGE.....	I

KAZALO SLIK

Slika 1: Vpliv politike dividend na vrednost podjetja, skladno s tremi temeljnimi teorijami..	22
Slika 2: Dividendna matrika.....	32
Slika 3: Kumulativna višina sredstev in lastniškega kapitala	77
Slika 4: Struktura financiranja na kumulativni ravni	77
Slika 5: Kumulativna marža EBITDA in profitna marža.....	78
Slika 6: ROA in ROE na kumulativni ravni.....	78
Slika 7: Število podjetij, ki so v posameznem letu izplačala dividende	79
Slika 8: Kumulativna višina čistega dobička in izplačanih bruto dividend	79
Slika 9: Naložbe v osnovna sredstva in dividende na kumulativni ravni.....	79
Slika 10: Delež dividend v dobičku in denarnem toku	80
Slika 11: Višina dividend in prostega denarnega toka lastnikom kapitala.....	81
Slika 12: Dividende glede na knjigovodsko vrednost lastniškega kapitala	81

KAZALO TABEL

Tabela 1: Spearmanovi korelacijski koeficienti med izplačilom dividend v dobičku in drugimi opazovanimi spremenljivkami	87
Tabela 2: Spearmanovi korelacijski koeficienti med nekaterimi neodvisnimi spremenljivkami	87
Tabela 3: Man – Whitneyjev test	88
Tabela 4: Logistični regresijski model na osnovi panelnih podatkov	90
Tabela 5: Tabela uvrstitve podjetij na podlagi logističnega modela.....	91
Tabela 6: Linearni regresijski model višine izplačane dividende	93

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Seznam vseh podjetij zajetih v analizo.....	I
Priloga 2: Tabela opazovanih spremenljivk vključenih v analizo.....	III
Priloga 3: Model logistične regresije na panelnih podatkih.....	V
Priloga 4: Model linearne regresije na panelnih podatkih.....	V

UVOD

Donosnost vloženega kapitala predstavlja za lastnike eno od najpomembnejših meril pri ocenjevanju uspešnosti poslovanja podjetja. Uspešna podjetja ustvarjajo dobiček, kar zvišuje vrednost premoženja njihovih lastnikov. Ustvarjen dobiček je lahko vir sredstev za naložbe v proizvodna sredstva, finančne naložbe, zmanjšanje dolga ali lastnikom kapitala v obliki dividend. Če je ustvarjen dobiček namenjen lastnikom, so bistvena vprašanja, kakšen delež dobička naj bo temu namenjen, ali naj se dobiček izplača lastnikom v obliki denarnih dividend ali v obliki odkupa delnic in kako stabilna naj bo politika dividend, torej ali naj bo višina vsakoletnih dividend stabilna ali povezana z višino denarnih tokov in potreb podjetja po reinvestiranju sredstev.

Odgovori na ta vprašanja so odvisni od mnogih dejavnikov, tako znotraj podjetja kot tudi v okolici. Več kot je pri teh odgovorih upoštevanih dejavnikov, ki se do dotikajo dividend in njenih posledic, bolj se politika dividend bliža optimalni ter ugodnejše so njene povratne posledice na položaj podjetja. Mnogi dejavniki so si nasprotujoči oziroma se izključujejo, zato je iskanje optimalne politike dividend podjetja vprašanje, na katerega ni enopomenskega odgovora (Antunovič, 1999).

Ali bodo denarni tokovi podjetja izplačani v obliki dividend ali reinvestirani v sredstva podjetja, je pomembno tako z vidika podjetja kot z vidika delničarjev; pojavlja pa se vprašanje, ali te odločitve vplivajo na tržno vrednost podjetja (Glen, 1995). V svetu so znane tri temeljne teorije, ki pojasnjujejo vpliv politike dividend na tržno vrednost podjetja. Prva je teorija nevtralnosti, ki jo zagovarjata Merton Miller in Franco Modigliani in ki pravi, da višina dividende podjetja ne vpliva na tržno vrednost njegove delnice. Po drugi teoriji oziroma teoriji pozitivnega vpliva, ki sta jo razvila Myron Gordon in John Lintner, naj bi višina dividende pozitivno vplivala na tržno ceno delnice, medtem ko tretja teorija negativnega vpliva govori ravno obratno. Poleg osnovnih teorij po svoje pojasnjujejo vpliv politike dividend na tržno ceno delnice tudi druge teorije, med katerimi so najpomembnejše teorija informacijskega vpliva dividend, teorija stroškov agentov in teorija učinka strank.

Poleg običajnega izplačila dividend v obliki gotovine se pojavljajo tudi izplačila dividend v obliki delnic, alternativa dividendam je tudi odkup lastnih delnic s strani podjetja, ki prav v zadnjem času postaja pomemben način izplačila dobička.

Ko se poslovodstvo podjetja odloča o deležu izplačanega dobička v obliki dividend, se mora zavedati dveh nasprotujočih si posledic. V osnovi večji delež dobička, izplačanega v obliki dividend, pomeni višji donos delnice v sedanosti, vendar tudi manjšo rast njene vrednosti v prihodnosti – optimalna politika dividend je zato tista, ki doseže neko ravnotežje med tema dvema učinkoma. Glavni cilj pri tej odločitvi poslovodstva mora biti maksimizacija vrednosti podjetja in posledično maksimizacija vrednosti premoženja lastnikov kapitala. Zato je treba pri določitvi višine dividende oziroma deleža dobička, ki bo izplačan lastnikom v obliki

dividend, upoštevati predvsem njihove preference, torej ali je lastnikom bolj pomemben dividendni ali kapitalski donos njihove delnice. Poslovodstvo pa na drugi strani skuša pridobiti tudi čim cenejše finančne vire in z zmanjševanjem povprečnih stroškov financiranja povečati vrednost delnice.

Odnos delničarjev do dividend se je skozi zgodovino spreminjal, tako kot se je spreminjal tudi sam pomen izplačila dividend. Izplačila so se v svetu začela pred več kot 300 leti in se nadaljevala vse do danes, čeprav so določena teoretična stališča temu mnogokrat nasprotovala. Razvoj mnogih teorij, ki skušajo pojasniti vpliv dividend na vrednost podjetja, je povzročil, da je postala politika dividend eno najbolj zapletenih vprašanj, s katerimi se ukvarja teorija poslovnih financ in na katero ni enopomenskega odgovora.

Namen raziskave je najprej razjasniti teoretične poglede na politiko dividend. Bistvo dela je obravnava različnih stališč in dejavnikov politike dividend ter njihova povezava v čim bolj smiselno celoto. Nadaljevanje teoretičnih dognanj s področja politike dividend je sistematičen prikaz nekaterih dosedanjih empiričnih raziskav s tega področja, ki so bile izvedene v tujini. Tako želim osvetliti nekatera teoretična stališča iz prvega dela in prikazati, katera izmed njih so dobila potrditev tudi v praksi. Namen zadnjega dela raziskave je osredotočiti se na slovenski gospodarski prostor. Cilj tega dela analize je pregledati splošne značilnosti in posebnosti slovenskega gospodarstva, ki imajo nedvomno vlogo pri oblikovanju politike dividend v Sloveniji. Temu sledi empirična analiza, izvedena na podatkih slovenskih podjetij. Odgovoriti želim na vprašanje, kakšna je politika dividend slovenskih podjetij oziroma ali se ta na agregatni ravni razlikuje od politike dividend na razvitih finančnih trgih. Drugo vprašanje se dotika sprememb politike dividend podjetij v svoji kratki zgodovini, zato me zanima predvsem, ali se je politika dividend slovenskih podjetij v obdobju, za katerega je bilo značilno postopno uvajanje kapitalistične miselnosti tudi v vodenje podjetij in razvoj kapitalskega trga, spremenila. Končni namen raziskave pa je ugotoviti, ali je možno pojasniti politiko dividend s posameznimi značilnostmi ali lastnostmi podjetja ter kateri dejavniki določajo višino izplačanih dividend podjetja. Cilj tega dela je torej prepoznati dejavnike, ki kar najbolje pojasnjujejo politiko dividend in ki hkrati omogočajo logično razlago izbrane politike in potrditev nekaterih obravnavanih teoretičnih stališč politike dividend.

Temeljni hipotezi, ki ju želim potrditi v empiričnem delu raziskave politike dividend v Sloveniji, sta dve. Prva pravi, da se politika dividend v slovenskih podjetjih na ravni celotnega sektorja najpomembnejših podjetij razlikuje od politike dividend podjetij na najbolj razvitih kapitalskih trgih (tu mislim predvsem na ZDA). Druga hipoteza pa pravi, da večina podjetij postavi neko dolgoročno politiko dividend, ki je skladna z njihovimi trenutnimi in pričakovanimi zmožnostmi in ki ji sledi ne glede na spremembe posameznih dejavnikov znotraj podjetja ali v njegovem okolju.

Celotno delo je zasnovano tako, da vključuje strokovno poglobitev in znanstveno raziskovalno raven. Vsebina prvega dela temelji na teoretičnih dognanjih, opisanih v

strokovni literaturi, to pa je v nadaljevanju nadgrajeno z empiričnimi analizami, objavljenimi v strokovni literaturi, in lastnim raziskovalnim delom. Analiza politike dividend slovenskih podjetij je izvedena na temelju javno objavljenih podatkov s strani ustanov in lastnega zbiranja podatkov. Analitična obdelava teh podatkov je izvedena z izbranimi statističnimi metodami.

Vsebina dela je sestavljena tako, da obravnava celotnega problema omogoča kar najboljšo preglednost in s tem smiselno sledenje posameznih delov, hkrati pa je delo zaokrožena vsebinska celota. Prvo poglavje je v celoti namenjeno teoretični obravnavi problematike politike dividend. Na začetku tega dela se zato posvečam opredelitvi politike dividend in zgodovini dividend od prvih izplačil do danes. Sledijo temeljne teorije politike dividend – kot najpomembnejši pogledi na politiko dividend, ki so v preteklosti in še sedaj sprožali številne debate o pomembnosti oziroma nepomembnosti politike dividend. Osnovne teorije so v nadaljevanju dopolnjene z drugimi teorijami, ki so v strokovnih krogih velikokrat zapostavljene. Sledi obravnava pomembnih dejavnikov, ki v podjetjih vplivajo na odločitve o politiki dividend. Njihovo poznavanje in ovrednotenje je bistveno za razumevanje politike dividend v praksi. V nadaljevanju prvega dela so opisane možne oblike izplačil dividend, vrste dividend in najpogostejši načini določanja dividend v praksi. V sklepu teoretičnega dela obravnavam kot nekakšno protiutež vsem dotedanjim pogledom alternativne teorije politike dividend.

Celotno drugo poglavje je namenjeno pregledu dosedanjih empiričnih raziskav s področja politike dividend. V prvem delu je kot osrednja in ena najpomembnejših raziskav s področja politike dividend opisana Lintnerjeva raziskava iz leta 1956, sledi pa ji opis ponovljene raziskave iz leta 2003. V drugem delu so povzete nekatere raziskave, s katerimi so različni avtorji skušali empirično potrditi teorijo informacijskega učinka politike dividend, teorijo stroškov agentov ali teorijo prostega denarnega toka. V zadnjem delu tega poglavja sem povzel raziskavo, ki obravnava razlike med politiko dividend podjetij v razvitih finančnih sistemih in razvijajočih se finančnih sistemih. Poleg vzrokov, ki so vir teh razlik, so opisani tudi konkretni primeri, ki nakazujejo, kako različni pogledi delničarjev, posloводства in dejavniki okolja v praksi povzročijo razlike v politiki dividend podjetij, ki delujejo v različnih gospodarskih okoljih. Na koncu tega poglavja so opisane tudi dejanske razlike v politiki dividend v razvitih finančnih sistemih in nekaterih razvijajočih se finančnih sistemih, ki so posledica opisanih dejavnikov.

Tretje poglavje obravnava posebnosti slovenskega gospodarskega prostora, predvsem z vidika vpliva njegove posebnosti na politiko dividend v Sloveniji. V prvem delu tega poglavja se zato posvečam posebnostim slovenskega gospodarstva, kjer je poudarek na procesu lastninskega preoblikovanja podjetij, ki smo mu bili priča v zadnjem desetletju. Drugi del je logično nadaljevanje prvega, saj s teoretičnega vidika obravnava možne vplive lastniške strukture na politiko dividend. Lastniška struktura in njene spremembe v preteklosti so bile namreč posledica izbrane metode lastninjenja v Sloveniji. Tretji del, ki obravnava zakonske

dejavnike politike dividend in s tem tudi davčni vidik, zaključuje teoretično proučevanje možnih vplivov na politiko dividend v Sloveniji. V zadnjem delu tega poglavja se namreč posvečam dosedanjim značilnostim politike dividend v slovenski praksi.

Četrto poglavje je namenjeno empirični raziskavi politike dividend v Sloveniji. V prvem delu so opisani preučevana populacija, izbira in oblikovanje vzorca podjetij, zajetih v analizi. Sledi analiza značilnosti podjetij in njihove politike dividend na agregatni ravni, kar pomeni, da so v tem delu v ospredju značilnosti na agregatni ravni ter dinamika teh značilnosti v opazovanem obdobju. V tretjem delu je analiza razčlenjena na raven posameznega podjetja. V tem delu so zato združeni tako presečni podatki kot časovne vrste, zato so uporabljene panelne oblike podatkov. Najprej je uporabljena metoda logistične regresije na osnovi panelov podatkov, s katero je bila oblikovana logistična regresijska funkcija. Ta na podlagi lastnosti podjetij omogoča njihovo razvrščanje v skupino podjetij, ki izplačujejo dividende, in skupino podjetij, ki dividend ne izplačujejo. V nadaljevanju je uporabljena metoda linearne regresije na panelih podatkov, katere namen je določiti dejavnike, ki pojasnjujejo višino izplačanih dividend podjetij, ki so v preteklosti izplačevala dividende. Preučevana populacija in vzorec podjetij, zajetih v analizi, je zato v tem delu zožen le na podjetja, ki dividende izplačujejo. V zadnjem delu tega poglavja sta podana sklep empirične analize politike dividend in možni razvoj politike dividend v prihodnje.

1 TEORIJA POLITIKE DIVIDEND

1. 1 OPREDELITEV DIVIDEND IN POLITIKE DIVIDEND

S terminom dividenda je poimenovana razdelitev minulih in sedanjih dobičkov v obliki stvarnih sredstev lastnikom podjetja v razmerju, ki predstavlja njihovo udeležbo v kapitalu. Da lahko govorimo o dividendah, morajo izplačila delničarjem zadostiti trem pogojem. Izplačila se morajo nanašati le na ustvarjeni dobiček in ne na kak drug vir kapitala podjetja. Izplačila morajo biti v obliki realnih sredstev, največkrat so v denarni obliki, čeprav so nekatera podjetja v obdobjih visoke inflacije izplačevala dividende v obliki izdelkov, ki so jih izdelovala. Tretja lastnost izplačil je udeležba vsakega lastnika v izplačilu v razmerju, enakem njegovemu lastništvu v kapitalu podjetja. Pri tem se upoštevajo le delnice, katerih lastniki so upravičeni do izplačila dividend, saj so prednostne delnice pri tem izvzete (Frankfurter, 2003, str. 4).

Podjetja, ki poslujejo uspešno, ustvarjajo dobiček, ki ga lahko namenijo za naložbe v proizvodna sredstva, finančne naložbe, poplačilo dolga ali pa lastnikom. Politiko dividend lahko definiramo kot usmeritev, ki ji sledi poslovodstvo podjetja pri tem, ko se odloča o količini denarnih sredstev, ki jih bo v posameznih časovnih obdobjih namenilo delničarjem v obliki dividend. Ker je vir izplačanih dividend ustvarjen dobiček, je eno izmed bistvenih vprašanj, kolikšen delež dobička nameniti za dividende, kar je običajno določeno kot razmerje

med izplačanimi dividendami in čistim dobičkom podjetja. Politiko dividend različni avtorji najpogosteje opredeljujejo kot odgovore na vprašanja, kakšen delež dobička naj bo namenjen lastnikom kapitala, ali naj se dobiček izplača lastnikom v obliki denarnih dividend ali v obliki odkupa delnic, kolikšen znesek nameniti za izplačilo dividend, kako pogosto naj bo izplačilo dividend, kako stabilna naj bo višina dividend in ali naj podjetje politiko dividend objavi (Brigham, 2002; Dimovski, 1995).

Več kot je pri odgovorih na zgornja in tudi druga vprašanja upoštevanih dejavnikov, ki se dotikajo dividend in njenih posledic, bolj se politika dividend bliža optimalni. Iskanje optimalne politike dividend podjetja je vprašanje, na katerega ni enopomenskega odgovora, saj se tiče vrste pomembnih dejavnikov v podjetju in okolju podjetja, zato sodobna finančna teorija še ni našla odgovora na ta vprašanja (Antunovič, 1999). Ali bodo denarni tokovi podjetja izplačani v obliki dividend ali reinvestirani v sredstva podjetja, je pomembno tako z vidika podjetja kot tudi z vidika delničarjev, bistveno vprašanje pa je, kako te odločitve vplivajo na tržno vrednost podjetja (Glen, 1995).

1. 2 ZGODOVINA POLITIKE DIVIDEND

Izplačila dividend so se začela pred več kot 300 leti in se nadaljevala vse do danes, čeprav stališča ekonomske teorije ne govorijo vedno v njihov prid. Nastalo je mnogo teorij, ki skušajo pojasniti vpliv dividend na vrednost podjetja, zdi pa se, da je informacijska vrednost dividende glavna nit, ki se vleče skozi zgodovino. Skozi zgodovino razvoja modernega podjetja so se v posameznih obdobjih oblikovali različni vzorci dividend. Nekateri med njimi so že izginili, drugi so se pojavljali občasno oziroma se ohranili vse do danes. Poleg tega se je skozi zgodovino spreminjal tudi odnos delničarjev do dividend in tudi sam namen izplačila dividend (Frankfurter, 2003, str. 41).

Prve dividende, ki so se pojavile v začetku razvoja moderne oblike podjetja, so bile likvidacijske. Lastniki trgovskih ladij so ob zaključenem transportu prodali ladjo s tovorom in si razdelili izkupiček v razmerju vloženih sredstev. Glavna prednost takšnega načina poplačila lastnikov je v tem, da ni sprožal vprašanj glede ugotavljanja dobička in vprašanja tržne vrednosti premoženja, osnovna pomanjkljivost teh »kratkotrajnih«
podjetij pa je bila, da je bilo vsako podjetje vseskozi na začetku krivulje učenja. Kaj kmalu so ugotovili, da ima podjetje, ki je ustanovljeno daljši čas, določene prednosti, predvsem na račun akumuliranega znanja in izkušenj. Podjetja so torej začela poslovati na daljši rok, zato je bilo treba del sredstev zadržati za prihodnje poslovanje, kar je povzročilo probleme pri ugotavljanju dobička, ti pa so znani še danes. Posledica vsega tega je bil razvoj kapitalskega trga, na katerem se je oblikovala vrednost podjetja. V poznejših obdobjih dividende torej niso bile posledica likvidacije podjetja, ampak so predstavljale deloma razdelitev tekočega dobička in deloma dobička, ki se je akumuliral v minulih letih. Ohranilo se je prepričanje, da so redne dividende pogoj za zadovoljstvo delničarjev (Frankfurter, 2003, str. 42).

V zgodovinskem razvoju podjetja do oblike, ki jo v razvitem tržnem gospodarstvu poznamo danes, so se torej dividende spreminjale od likvidacijskih dividend, ki so predstavljale razdelitev celotnega kapitala podjetja, prek dividend, ki so predstavljale razdelitev celotnega dobička, do dividend, ki jih poznamo danes in izplačilo katerih je v rokah posloводства podjetja in ki glede na tržno vrednost kapitala mnogokrat pomenijo le neko simbolično vsoto. Na drugi strani so se v tem razvoju oblikovali tudi drugi načini distribucije dobička delničarjem, kot so odkupi lastnih delnic, dividende v obliki delnic in cepitve delnic (Frankfurter, 2003, str. 42).

Skladno z razvojem dividend se je ločevala tudi vloga lastnikov podjetja in posloводства, kar je imelo vpliv tudi na spremenjeno vlogo dividend, saj so poleg osnovnega namena distribucije dobička imele vedno večjo vlogo obveščanja lastnikov. Podjetja so kmalu ugotovila pomembnost izplačila dividend, zato so tudi v slabših časih izplačevala dividende iz zadržanih dobičkov prejšnjih let. Slabša obveščanost delničarjev o finančnem stanju podjetja ob koncu 19. stoletja in v začetku 20. stoletja je povzročila še pomembnejšo vlogo dividend in prepričanje podjetij, da je stabilnost dividend velikega pomena, saj so bile prav dividende mnogokrat ključni kazalec za vrednotenje podjetja (Frankfurter, 2003, str. 42).

Prve dividende v zgodovini so bile torej likvidacijske v pravem pomenu besede, saj je njihovo izplačilo pomenilo konec obstoja podjetja. Tudi dividende, kot jih poznamo danes, so še vedno neke vrste delne likvidacijske dividende, saj se vrednost sredstev podjetja zmanjša. Pretok informacij k lastnikom je danes mnogo večji in tudi zato mnogokrat ne moremo govoriti o nekem splošnem racionalnem vzroku za izplačilo dividend. Toda kljub temu se zvišanje dividend odraža v zvišanju cene delnice na trgu, medtem ko znižanje ali celo ukinitve dividend negativno vpliva na tržno vrednost podjetja (Frankfurter, 2003, str. 42).

Največji zagovorniki izplačila dividend danes so prav finančni analitiki, ki so ustvarili splošno prepričanje, da si vsi delničarji želijo dividende in da te ustvarjajo zaupanje v posloводство kljub slabemu poslovanju podjetja. Ti dve predpostavki sta osnova za večino empiričnih raziskav, ki skušajo pojasniti politiko dividend v praksi (Frankfurter, 2003, str. 44).

Skozi zgodovino so se oblikovali nekakšni vzorci ali smernice, ki so se spreminjali med obdobji. Zaradi narave finančnih sistemov so bile v prejšnjem stoletju dividende v anglosaških sistemih mnogo bolj pomembne, to je bilo še posebno značilno za ZDA¹. Ena od splošnih značilnosti politike dividend v ZDA v drugi polovici 20. stoletja je fiksna četrletna dividenda, kar je delnice teh podjetij nekako spremenila v finančni instrument s fiksnim

¹ V anglosaškem finančnem sistemu je značilno iskanje finančnih virov neposredno na kapitalnem trgu. V tem primeru imajo dividende veliko informacijsko vrednost in so pomemben dejavnik za odločanje vlagateljev tako glede udeležbe v lastniškem kapitalu kot pri dolžniškem financiranju podjetij. Na drugi strani je za germanski sistem značilna vloga poslovnih bank kot finančnih posrednikov pri financiranju podjetij. Ena od bistvenih nalog bank pri tem je ocenjevanje kreditne sposobnosti posojilojemalcev, pri čemer dividende nimajo velike informacijske vrednosti in imajo s tega stališča manjši pomen.

donosom. Drug opazen vzorec gibanja dividend, čeprav nekoliko manj razširjen, je stalen delež izplačanega dobička v obliki dividend, kar se kaže v tem, da dividende lahko precej nihajo med leti. Nekatera podjetja so celo izplačevala likvidacijske dividende z namenom preprečevanja prevzema podjetja. V teh primerih so podjetja svojim delničarjem izplačala zelo visoke denarne dividende, ki so bile na daljši rok nevzdržne, z namenom izčrpanja denarnih sredstev iz podjetja, kar naj bi odvrnilo morebitne prevzemnike. Z razmahom internetnih podjetij je postal opazen vzorec neizplačevanja dividend. Cene teh delnic so na borzah dosegale neverjetno visok mnogokratnik dobička na delnico, čeprav denarni tokovi teh podjetij niso omogočali izplačila dividend, saj je bilo večina denarnih sredstev reinvestiranih v opredmetena osnovna sredstva oziroma še večkrat v neopredmetena osnovna sredstva (Frankfurter, 2003, str. 45).

Ena od pomembnih prelomnic v zgodovini dividend je vsekakor uvedba načrtov reinvestiranja dividend. Osnovna ideja načrtov reinvestiranja dividend je ponuditi delničarjem možnost reinvestiranja prejetih dividend v obliki vlaganja v delnice podjetja. Delničar je v skladu s tem načrtom sicer zavezan plačila davka od prejetih dividend, glavna prednost teh načrtov pa je prihranek pri posredniških provizijah. Ti načrti so se prvič pojavili v 20. in 30. letih 20. stoletja v ZDA, ponujali pa so jih vzajemni skladi. Prvi formalni načrt podjetja, ki je bilo uvrščeno na borzo, je bil načrt podjetja Lehman Corporation leta 1957 (Frankfurter, 2003, str. 45).

1. 3 POLITIKA DIVIDEND Z VIDIKA TEORIJE POSLOVNIH FINANC

1. 3. 1 Vpliv politike dividend na vrednost delnice

Osnovni cilj lastnikov podjetja je maksimiziranje njegove tržne vrednosti. Na tržno vrednost podjetja vplivajo tako investicijske odločitve kot tudi odločitve o financiranju teh investicij; vse te odločitve pa se navezujejo tudi na odločitve o dividendah. Investicijske odločitve namreč vplivajo na raven bodočih dobičkov in denarnih tokov podjetja ter tako na višino prihodnjih dividend. Struktura financiranja na drugi strani vpliva na stroške financiranja podjetja, ti pa vplivajo na investicijske odločitve, saj je pogoj za povečevanje tržne vrednosti podjetja pozitivna neto sedanja vrednost naložbe. Pri tem politika dividend neposredno vpliva na razpoložljivost sredstev za naložbe in na strukturo financiranja podjetja (Zbašnik, 2000).

Ceno delnice določa sedanja vrednost ocenjenih prihodnjih denarnih tokov. Če predpostavljamo, da delnico kupimo danes in jo imamo eno leto, je njena sedanja cena, ki smo jo pripravljene plačati zanjo, enaka vsoti sedanje vrednosti prejete dividende in cene, po kateri jo bomo prodali čez leto. Diskontna stopnja, s katero diskontiramo prihodnje denarne

tokove, je enaka zahtevani stopnji donosa delnice². Sedanjo ceno delnice lahko zapišemo na naslednji način (Lease, 2000, str. 26):

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{P_1}{(1+r)^1} \quad (1.1)$$

Pri tem je:

P_0 – cena delnice na začetku prvega leta,

P_1 – cena delnice ob koncu prvega leta,

D_1 – dividenda v prvem letu,

r – zahtevana stopnja donosnosti delnice.

Toda tudi kupec delnice ob koncu prvega leta je za delnico pripravljen plačati znesek, ki bo enak diskontirani vrednosti ocenjenih prihodnjih denarnih tokov, ki mu jih bo delnica prinesla med svojim lastništvom. Zato lahko tudi ceno v prihodnjem obdobju izrazimo kot vsoto predvidenih prihodnjih diskontiranih denarnih tokov (Lease, 2000, str. 26):

$$P_1 = \frac{D_2}{(1+r)^1} + \frac{P_2}{(1+r)^1} \quad (1.2)$$

Pri tem je:

P_2 – cena delnice ob koncu drugega leta,

D_2 – dividenda v drugem letu.

Če zgornji proces nadaljujemo, ugotovimo, da je cena delnice v danem trenutku enaka sedanji vrednosti prihodnjih dividend ter neke preostale končne vrednosti. Bolj ko se odmikamo v prihodnost, bolj zanemarljiva postaja ta preostala vrednost delnice, saj se diskontni faktor z vsakim obdobjem viša, kar daleč v prihodnosti to vrednost praktično izniči (Lease, 2000, str. 27):

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_N}{(1+r)^N} + \frac{P_N}{(1+r)^N} \quad (1.3)$$

Pri tem je:

D_3 – dividenda v tretjem letu,

D_N – dividenda v n-tem letu,

P_N – vrednost delnice v n-tem letu.

² V praksi se zahtevana stopnja donosa na kapital podjetja določa z različnimi modeli. Najbolj pogosto uporabljen med njimi je Capital Assets Pricing Model (model CAPM).

Vrednost delnice lahko torej izrazimo kot vsoto vseh pričakovanih dividend v prihodnosti, diskontiranih na sedanjo vrednost (Lease, 2000, str. 27).

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t} \quad (1.4)$$

Pri tem je:

D_t – dividenda v obdobju t .

Če dividende podjetja naraščajo po enaki letni stopnji rasti, lahko vrednost delnice izrazimo z naslednjimi enačbami (Brigham, 2002, str. 154):

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)^1}{(1+r)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^{\infty}}{(1+r)^{\infty}} = D_0 \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g)^t}{(1+r)^t} = \frac{D_0(1+g)}{r-g} = \frac{D_1}{r-g} \quad (1.5)$$

Pri tem je:

g – letna rast dividende v prihodnje.

Višje kot so sedanje dividende, nižja je prihodnja rast podjetja oziroma prihodnje dividende ob nespremenjenih drugih pogojih. Iz zadnje enačbe je razvidno, da višja dividenda vodi do višje cene delnice. Vendar če podjetje več sredstev nameni za izplačilo dividend, se delež reinvestiranega dobička zmanjša, kar vpliva na znižanje pričakovane stopnje rasti in posledično znižuje ceno delnice. Sprememba višine dividende ima tako dva nasprotujoča si učinka na ceno delnice, zato s teoretičnega vidika obstaja neka optimalna višina izplačila, ki maksimizira ceno delnice (Dimovski, 1995, str. 58). Podjetje je zato prisiljeno k stalnemu vzpostavljanju ravnotežja med sedanjimi dividendami in prihodnjo rastjo (Brigham, 2002, str. 561).

Zgornji model vrednotenja delnice kaže tudi, pod kakšnimi pogoji bodo delničarji pristali na zadržanje dobičkov namesto izplačila dividend. Dokler je donosnost zadržanih dobičkov višja od zahtevane stopnje donosa na delnico, toliko časa zadržanje dobičkov in njihovo reinvestiranje zvišuje vrednost podjetja v primerjavi z izplačili dividend. V tem primeru se bodo delničarji strinjali z zadržanjem dobičkov. Zahtevana stopnja donosa mora biti višja za bolj tvegane projekte in mora odražati strukturo virov financiranja podjetja, poleg tega morajo biti upoštevani tudi pozitivni in negativni učinki naložb.

Pomanjkljivost modela je v tem, da zahtevana stopnja donosnosti odraža preference celotnega trga in ne posameznikov. Nekateri delničarji, ki niso naklonjeni tveganju, bolj cenijo sedanje dividende kot višje, a bolj tvegane dividende v prihodnosti, zato je zahtevana stopnja donosnosti za take delničarje višja. Ti delničarji so običajno v manjšini, vendar znajo biti tudi precej glasni, kar lahko predstavlja težave poslovodstvu podjetja pri določitvi optimalne

višine dividende. Poleg tega se tudi tržna zahteva stopnja donosnosti spreminja s spreminjanjem odnosa delničarjev do podjetja in razmer na kapitalskem trgu. Model torej povezuje ceno delnice, rast dobičkov in višino dividend, vendar ne da enopomenskega odgovora na vprašanje, kako višina sedanjih dividend vpliva na vrednost podjetja (Glen, 1995).

Razmere v praksi večinoma kažejo na to, da se posloводства podjetij pri določitvi višine izplačanih dividend velikokrat ne odločajo na osnovi načel poslovnih financ. Navsezadnje se dividende izplačujejo lastnikom, zato je treba pri določitvi višine dividende oziroma deleža dobička, ki bo izplačan lastnikom v obliki dividend, upoštevati predvsem njihove preference. Zato je pri določitvi politike dividend v podjetjih velikokrat bolj pomembno, ali si lastniki bolj želijo dividendni ali kapitalski donos svoje naložbe (Brigham, 2002, str. 651).

1. 3. 2 Vpliv politike dividend na strošek kapitala

V poglavju o vplivu politike dividend na vrednost delnice je ponazorjena povezava sedanjih dividend, prihodnjih dividend in sedanje vrednosti delnice ob predpostavki nespremenjene zahtevane stopnje donosnosti kapitala. Treba je dodati, da lahko politika dividend vpliva na stroške kapitala neposredno in posredno. Neposredno prek vpliva na strukturo finančnih virov in s tem na zahtevano stopnjo donosa kapitala podjetja, posredno pa prek informacij, ki ji dividende sprožajo na trg ter oblikujejo pričakovanja vlagateljev. Če želi podjetje imeti uspešno politiko dividend, bi moralo upoštevati kar največ teh dejavnikov.

Politika dividend lahko vpliva na strošek kapitala zaradi različnih preferenc delničarjev med sedanjim in bodočim prihodkom, razlike med tveganjem dividend in kapitalskih dobičkov v očeh vlagateljev, davčne ugodnosti kapitalskih donosov v primerjavi z dividendami in informacijske vrednosti dividend (Brigham, 2002, str. 579).

Moč vpliva posameznega dejavnika na strošek kapitala se spreminja od podjetja do podjetja. Teoretično se posloводство podjetja pri določanju politike dividend odloča na podlagi maksimizacije koristi delničarjev. Posloводство tako skuša pridobiti čim cenejše finančne vire in z zmanjševanjem tehtanih povprečnih stroškov financiranja povečati vrednost delnice. Ker ima politika dividend pomembno vlogo pri določanju vrednosti delnice, se mora posloводство zavedati pomembnosti teh odločitev (Brigham, 2002, str. 579).

1. 3. 2. 1 Optimalna oziroma ciljna struktura finančnih virov

Na sprejemanje odločitev v podjetju, ki zadevajo financiranje podjetja, vplivajo različni dejavniki, končni cilj teh odločitev in analiz pa mora biti struktura financiranja oziroma obveznosti do virov sredstev, ki je čim bližje optimalni, to je tisti, pri kateri so tehtani povprečni stroški kapitala najnižji in posledično vrednost podjetja najvišja. Zaradi

spreminjajočih se dejavnikov, ki vplivajo na optimalno strukturo financiranja, se ciljna struktura vseskozi spreminja, temu pa se mora podjetje prilagajati. Odločitve o strukturi financiranja podjetja vključujejo odločitve o višini tveganja in donosa, ki se med seboj izključujeta. Povečanje dolga poveča tveganje imetnikov lastniškega kapitala, vendar na drugi strani povečuje njihovo pričakovano donosnost. Večje tveganje tako zmanjšuje vrednost lastniškega kapitala, večja pričakovana donosnost na drugi strani njegovo vrednost zvišuje. Optimalna in s tem ciljna struktura kapitala je torej tista, ki ponuja najugodnejše razmerje med tveganjem in donosnostjo in tako omogoča največjo vrednost kapitala (Brigham, 2002, str. 499).

Po teoriji kompromisa je optimalna struktura financiranja tista, pri kateri mejni strošek finančne stiske, ki jih povzroča povečano zadolževanje, doseže mejne koristi davčnega štita. Takrat je povprečen tehtan strošek kapitala najnižji in posledično vrednost podjetja najvišja (Debeljak, 2001).

Na želeno oziroma ciljno kapitalsko strukturo vpliva poslovno tveganje podjetja, njegov davčni položaj, finančna prilagodljivost, konservativnost posloводства in možnosti nadaljnje rasti. Poslovno tveganje izhaja izključno iz poslovanja podjetja in večje, kot je poslovno tveganje, manjši je optimalni delež dolga v virih sredstev podjetja. Davčni položaj je pomemben, saj so obresti davčno priznan odhodek, kar znižuje efektivno obrestno mero in s tem stroške dolga. Če ima podjetje že v izhodišču velik davčni štít, potem zadolževanje z davčnega vidika nima takšnega učinka, kot bi ga imelo v primeru visoke efektivne davčne stopnje podjetja. Finančna prilagodljivost podjetja je večja, če ima podjetje večji delež lastniškega kapitala, saj bo podjetje tudi v obdobju slabšega poslovanja zaradi svoje finančne trdnosti lažje pridobilo sveža finančna sredstva, potrebna za nadaljnje poslovanje, kar daje prednost večjemu deležu lastniškega financiranja. Konservativno posloводство zagovarja večji delež lastniškega financiranja, medtem ko agresivno posloводство zagovarja večjo uporabo dolga za financiranje podjetja, saj se s tem od dobrem poslovanju poveča donosnost kapitala. Podjetja z večjo možnostjo rasti potrebujejo večjo finančno prilagodljivost, kar dosežejo z večjim deležem lastniškega financiranja (Brigham, 2002, str. 486).

1. 3. 2. 2 Poslovno in finančno tveganje

Poslovno tveganje

Poslovno tveganje odraža negotovost prihodnjega donosa na vloženi kapital v podjetju in je lahko merjen kot standardni odklon donosnosti vloženga kapitala. Poslovno tveganje je odvisno od mnogih dejavnikov, najpomembnejši pa so variabilnost povpraševanja po izdelkih in storitvah podjetja, variabilnost prodajnih cen, variabilnost nabavnih cen, sposobnost prilagoditve prodajnih cen spremembam nabavnih cen, sposobnost razvijanja novih izdelkov na časovno in stroškovno učinkovit način, izpostavljenost tveganjem iz tujine, delež fiksnih stroškov v celotnih stroških podjetja oziroma poslovni vzvod (Brigham, 2002, str. 489).

Še posebno je pri poslovnem tveganju pomemben poslovni vzvod. Če ima namreč podjetje velik delež stroškov fiksnih, lahko že manjši padec povpraševanja močno vpliva na dobiček podjetja in s tem na donosnost vloženega kapitala. Večji je torej delež fiksnih stroškov podjetja, večja sta njegovo poslovno tveganje in poslovni vzvod. Večji kot je poslovni vzvod, večji vpliv ima sprememba prodaje na višino dobička (Brigham, 2002, str. 489).

Finančno tveganje

Finančno tveganje je poleg poslovnega tveganja dodatno tveganje, ki je posledica zadolževanja podjetja. Podjetje se zaradi različnih dejavnikov, ki so opisani zgoraj, srečuje s poslovnim tveganjem. Tveganje se z zadolževanjem podjetja še dodatno poveča. Financiranje podjetja z dolgom oziroma finančni vzvod povzroči večjo koncentracijo poslovnega tveganja, ki ga prevzemajo delničarji podjetja, saj posojilodajalci poslovnega tveganja ne prevzemajo. Podjetje, ki se financira izključno z lastniškim kapitalom s spremembo virov financiranja v smeri zadolževanja, povzroči, da se dobiček podjetja na delnico poveča, na drugi strani pa se poveča tudi tveganje, oboje pa vpliva na vrednost podjetja oziroma njegove delnice. Prav tako večje financiranje naložb z dolgom poveča pričakovan donos naložbe, toda na drugi strani se poveča tveganje take naložbe, ki ga nosijo delničarji (Brigham, 2002, str. 493).

Treba je opozoriti tudi na dejstvo, da je struktura financiranja močno odvisna od ciljev podjetja. Finančna teorija namreč temelji na predpostavki maksimizacije vrednosti lastniškega kapitala, kar dostikrat ni osnovni cilj podjetja, kar bi lahko trdili tudi za minula leta v Sloveniji. Če je namreč temeljni cilj preživetje podjetja, potem povprečni tehtani strošek ni merilo uspešnosti poslovanja. Poleg tega se zrela podjetja z veliko kapitala običajno nagibajo k bolj konservativni kapitalski sestavi kot mlada podjetja. Enako velja za podjetja, katerih poglavitni cilj je maksimiziranje koristi zaposlenih (Debeljak, 2001).

1. 4 TEMELJNE TEORIJE POLITIKE DIVIDEND

Preučevanje politike dividend in njen vpliv na vrednost podjetja je bil že v preteklosti in je še danes za mnoge finančne teoretike zanimiv izziv. Rezultat dosedanjega raziskovanja so mnoge teorije, ki so jih različni avtorji razvili in s katerimi pojasnjujejo pomen politike dividend podjetja. Začetna razmišljanja o politiki dividend lahko v grobem razdelimo v dve kategoriji. Na eni strani so modeli Grahama in Dodda, ki določajo vrednost podjetja kot sedanjo vrednost pričakovanih dividend. Na drugi strani pa je trditev Millerja in Modigliania o nepomembnosti dividend na vrednost podjetja (Frankfurter, 2003, str. 77).

Do danes je bilo razvitih mnogo teorij, in čeprav se njihovi avtorji v marsičem ne strinjajo, si je večina med njimi enotna v tem, da je preučevanje in ugotavljanje pomena politike dividend eden najbolj kompleksnih problemov v sodobnih financah. Temeljni vzrok, da so si nekatere

teorije močno nasprotujoče, leži predvsem v predpostavkah, na katerih temelji posamezna teorija. To je opazno predvsem pri treh temeljnih teorijah politike dividend.

1. 4. 1 Teorija nevtralnosti politike dividend

1. 4. 1. 1 Ponazoritev teorije nevtralnosti dividend

Teorija nevtralnosti trdi, da izbira politike dividend ne vpliva na vrednost delnice in na stroške kapitala. Če ta teza torej drži, potem je sama izbira politike dividend nepomembna. Glavna zagovornika te teorije sta Merton Miller in Franco Modigliani. Po njuni teoriji iz leta 1961 je vrednost podjetja odvisna samo od njegove sposobnosti ustvarjanja dobička³ ne glede na to, kakšen delež dobička podjetje zadrži oziroma ga izplača lastnikom. Po njunem mnenju namreč delničarji niso pripravljene plačati za nekaj, kar si lahko ustvarijo sami. Svojo teorijo podpirata z dejstvom, da si vsak lastnik delnice v praksi lahko ustvari sebi lastno politiko dividend, s tem ko lahko prosto prodaja in kupuje delnice na trgu. Če lastnik želi večje dividende, kot jih podjetje izplača, preprosto proda nekaj delnic, v nasprotnem primeru, ko bolj ceni kapitalski donos, pa z izplačanimi dividendami pač kupi dodatne delnice istega podjetja (Brigham, 2002, str. 561).

Po njuni teoriji torej redno izplačilo dividend in politika uravnanih dividend nima nobenega vpliva na tržno vrednost podjetja. O politiki uravnanih dividend lahko govorimo takrat, ko je višina dividende skrbno načrtovana vnaprej v skladu z drugimi načrti in cilji podjetja ter ko se poslovodstvo podjetja takšnega načrta tudi drži. Višina dividende lahko v takem primeru preseže preostali dobiček, kar pomeni, da mora podjetje na trgu zbrati manjkajoča finančna sredstva, ki so znotraj podjetja omejena na neto denarne pritoke v minulem obdobju. V nadaljevanju je matematični dokaz njune teorije (Lease, 2000, str. 39).

$$D_t = CF_t + F_t - I_t - (1+i)F_{t-1} \quad (1.6)$$

Pri tem je:

D_t = skupna vrednost vseh dividend, izplačanih v času t ,

CF_t = denarni tokovi iz poslovanja, ki jih podjetje prejme v času t ,

F_t = povečanje zadolženosti v času t ,

F_{t-1} = zadolženost v času $t-1$,

I_t = investicije v času t ,

i = tržna obrestna mera, ki je enaka za vse vrednostne papirje v vseh obdobjih.

³ Pri tem je pomembno le poslovno tveganje podjetja.

Če podjetje v sedanjem obdobju želi izplačati dodatne dividende, katerih višina presega njihove denarne tokove v obdobju, za katere se dividende izplačajo, se mora na finančnem trgu dodatno zadolžiti (Lease, 2000, str. 39).

$$D_t + \Delta D_t = CF_t + F_t + \Delta F_t - I_t - (1+i)F_t \quad (1.7)$$

Pri tem je:

ΔD_t = skupna vrednost vseh dodatnih dividend, izplačanih v času t ,

ΔF_t = dodatno povečanje zadolženosti v času t .

Ker bo podjetje moralo ta sredstva v prihodnjem obdobju vrniti z obrestmi vred, pomeni, da bodo prosti denarni tokovi podjetja v prihodnjem obdobju manjši za vrednost te zadolžitve in pripadajoče obresti. Premoženju, ki ga delničarji prejmejo v sedanjem obdobju v obliki dela dividende, ki presega proste denarne tokove podjetja, se bodo morali delničarji odpovedati v prihodnjem obdobju. Še več, prihodnja vrednost bo povečana za stroške financiranja. Kar torej na račun uravnavane politike dividend delničarji dobijo danes, bodo izgubili jutri. V pogojih popolnega kapitalskega trga, kjer ni davkov, to ne vpliva na premoženje delničarjev, politika dividend tako nima vpliva na premoženje delničarjev, saj bi prejete obresti od investiranih dividend delničarjev nadomestile stroške financiranja dolga podjetja (Lease, 2000, str. 41).

$$\Delta D_t = \Delta F_t = \frac{(1+i)\Delta F_t}{(1+i)} \quad (1.8)$$

Politika dividend je za podjetje in za delničarje nepomembna, saj ne vpliva na vrednost delnice na trgu. Pomembna predpostavka med drugim je tudi ta, da so prihodnji denarni tokovi podjetja znani, torej da so z gotovostjo znani vsi vidiki prihodnosti podjetja. Če zaradi lažje razumljivosti predpostavljamo, da se podjetje financira izključno z lastniškim kapitalom, je vrednost podjetja naslednja⁴ (Lease, 2000, str. 38):

$$S_0 = \sum_{t=0}^T \frac{D_t}{(1+i)^t} \quad (1.9)$$

Pri tem je:

S_0 = tržna kapitalizacija podjetja v času $t = 0$,

T = čas v prihodnosti, ko bo podjetje likvidirano.

⁴ Financiranje izključno z lastniškim kapitalom ni pogoj, temveč le poenostavlja sledeči prikaz. Tako se namreč izognemo vplivu finančnega vzvoda na vrednost podjetja.

Vsota vseh finančnih sredstev, ki jih podjetje pridobi tako iz poslovanja kot iz financiranja, je enaka vsoti porabljenih sredstev. Ta pogoj drži tako za posamezna obdobja kot celotno življenjsko dobo podjetja (Lease, 2000, str. 38).

$$CF_t + F_t = D_t + I_t + (1+i)F_{t-1} \quad (1.10)$$

Pri tem je:

CF_t = denarni tokovi iz poslovanja, ki jih podjetje prejme na začetku obdobja t in so odvisni od predhodnih naložb ter denarnih tokov kot posledica likvidacije,

F_t = sredstva, zbrana na finančnem trgu na začetku obdobja t ,

I_t = investicije v vsa sredstva (vključno z povečanju denarnih sredstev) v času t .

Finančne vire podjetja sestavljajo denarni tokovi iz poslovanja in zbrana finančna sredstva na trgu, ta sredstva pa so na drugi strani porabljena za dividende, naložbe in odplačilo dolga, vključujoč obresti. Če zgornji izraz nekoliko preuredimo, dobimo naslednjo enačbo (Lease, 2000, str. 39):

$$D_t = CF_t + F_t - I_t - (1+i)F_{t-1} \quad (1.11)$$

Vrednost podjetja tako lahko izrazimo z naslednjo enačbo (Lease, 2000, str. 39):

$$S_0 = CF_0 + F_0 - I_0 - (1+i)F_{-1} + \frac{CF_1 + F_1 - I_1 - (1+i)F_0}{(1+i)^1} + \sum_{t=2}^T \dots \quad (1.12)$$

Če predpostavljamo, da podjetje začne poslovati v času $t = 0$, sta CF_0 in F_{-1} enaka 0. Na začetku poslovanja namreč podjetje nima nobenih denarnih pritokov iz poslovanja, prav tako nima nobenih obveznosti iz naslova plačila obresti na finančni dolg. Zato lahko vrednost podjetja izrazimo na naslednji način (Lease, 2000, str. 39):

$$S_0 = F_0 - I_0 + \frac{CF_1 + F_1 - I_1 - (1+i)F_0}{(1+i)^1} + \sum_{t=2}^T \dots \quad (1.13)$$

Ker se nekateri elementi med seboj izničijo, lahko vrednost podjetja izrazimo s spodnjo enačbo (Lease, 2000, str. 39):

$$S_0 = \sum_{t=0}^T \frac{(CF_t - I_t)}{(1+i)^t} \quad (1.14)$$

Sedanja vrednost podjetja, ki se financira izključno z lastniškim kapitalom, je torej enaka vsoti sedanje vrednosti denarnih tokov poslovanja v vseh obdobjih, zmanjšanih za naložbe v teh obdobjih. Razlika med denarnimi tokovi iz poslovanja in naložbami predstavlja presežna

denarna sredstva, namenjena za dividende ali dodatne investicije podjetja, in jo imenujemo prosti denarni tok podjetja. Vrednost podjetja je torej enaka njegovim pričakovanim prihodnjim prostim denarnim tokovom. Dejstvo je, da dividende ne vplivajo na vrednost podjetja pod pogojem, da podjetje zasleduje pravila pozitivne neto sedanje vrednosti vseh novih naložb. Denarni tokovi iz poslovanja so namreč posledica investicijskih odločitev v preteklosti, katerih pogoj je pozitivna sedanja vrednost. Ker tako denarni tokovi iz poslovanja kot naložbe niso odvisni od politike dividend, je ta z vidika vrednosti podjetja nepomembna (Lease, 2000, str. 39).

Izplačilo dividend, ki bi presegale proste denarne tokove podjetja, ne povečuje vrednosti podjetja, saj le prisili podjetje, da na trgu pridobi nov kapital in tako izvede vse naložbe, katerih neto sedanja vrednost je pozitivna. Ta trditev drži kljub dejstvu, da je sedanja vrednost podjetja funkcija prihodnjih dividend in stroškov kapitala. Kot smo že omenili, je ena od predpostavk zgornjih trditev in sklepov gotovost prihodnjih denarnih tokov podjetja. Toda tudi če predpostavljamo, da so naložbe, dobički in dividende podjetja negotove, in preostale predpostavke obdržimo, je sedanja vrednost podjetja še vedno neodvisna od politike dividend. Raziskave kažejo, da so razmere v praksi prav nasprotno, saj naj bi bil padec tečajev delnic ob izplačilu dividend nižji od same dividende na delnico, zato podjetja posvečajo veliko skrbi oblikovanju politike dividend. Razlogi za to so predvsem v odzivu borznega trga, saj vlagatelji pripisujejo veliko vrednost podjetjem, ki izplačujejo velike in stalne dividende. Poleg tega povečanje dividende skoraj vedno vodi do zvišanja cene delnice na trgu (Lease, 2000, str. 40).

1. 4. 1. 2 Omejenost teorije nevtralnosti dividend

Praksa kaže, da ima politika dividend vpliv na tržno vrednost podjetja, zato trditve, ki sta jih v svoji teoriji navedla Merton Miller in Franco Modigliani, ne držijo. Glavna težava njune teorije so predpostavke, ki v realnem svetu ne veljajo, saj finančni trgi po svetu bolj ali manj odstopajo od opisa popolnega finančnega trga. Ko enkrat upoštevamo tudi nepopolnosti realnega sveta, postane vprašanje relevantnosti politike dividend mnogo bolj nejasno. Lastnosti finančnih trgov, ki jih odmikajo od polnosti, izvirajo iz načina ureditve samih trgov in iz obnašanja vlagateljev. Kot poglobitve nepopolnosti finančnih trgov se največkrat omenjajo davki, konflikti interesov oziroma stroški agentov in asimetrične informacije na trgu. Te nepopolnosti so tudi deležne največje pozornosti v empiričnih raziskavah. V njihovi senci se omenjajo transakcijski stroški, stroški izdaje vrednostnih papirjev na trgu in neracionalno obnašanje vlagateljev. Vsi ti dejavniki otežijo izpeljavo enopomenskih zaključkov glede vpliva politike dividend na ceno delnice. Glavne nepopolnosti finančnih trgov so podrobno obdelane v nadaljnjih poglavjih, zato so na tem mestu opisane le vzroki, ki se omenjajo manj pogosto (Lease, 2000, str. 46).

Transakcijski stroški

Teorija Merton Millerja in Franca Modigliania, ki zagovarja nepomembnost dividend, predpostavlja, da ni transakcijskih stroškov. To pomeni, da si lahko vsak delničar oblikuje svoji politiko dividend, s tem ko na trgu prodaja obstoječe delnice oziroma kupuje nove in mu to praktično ne povzroča stroškov. V praksi seveda obstajajo stroški posredništva in razlike med nakupnimi in prodajnimi kotacijami, kar delničarjem povzroča stroške pri takih transakcijah. Zato se zdi izplačevanje stalnih dividend z vidika delničarjev učinkovitejši način pridobivanja potrebnih likvidnih sredstev. Če je tako, bi morala biti politika dividend podjetja, ki se prilagaja potrebam delničarjev po likvidnih sredstvih, na trgu cenjena. Vrednost podjetja, katerega politika dividend delničarjem omogoča neko stalno dividendo, bi morala tako biti višja od enakega podjetja, katerega dividende se izplačujejo iz preostalega dobička in zato nihajo iz leta v leto (Lease, 2000, str. 47).

Toda v ravnotežju politika stalnih dividend, ki omogoča prihranke pri transakcijskih stroških delničarjev, ne pripelje nujno do višje vrednosti podjetja na trgu. Na popolnem trgu, z izjemo obstoja transakcijskih stroškov, podjetja s svojo politiko dividend med seboj tekmujejo, saj vsako podjetje skuša za svoje delničarje kar najbolj znižati transakcijske stroške. Lastništvo podjetja se tako izoblikuje tudi glede na politiko dividend, ki jo uresničuje neko podjetje, in ko se interesi podjetja in delničarjev uskladijo, določena politika dividend podjetju ne prinaša nobenih koristi več, še manj pa njena sprememba. V nekem ravnotežju različne politike dividend odgovarjajo različnim delničarjem, in če so vsi zadovoljni z obstoječo politiko dividend, njena sprememba nima za delničarje nobene dodatne vrednosti (Lease, 2000, str. 48).

Stroški izdaje VP

Podjetje, ki se odloči pridobiti potrebna finančna sredstva z izdajo novih delnic na primarnem trgu kapitala, ima s tem določene stroške izdaje delnic. Z vidika stroškov je zato bolje, da si potrebna sredstva zagotovi z znižanjem dividend. Poleg tega izdajanje dodatnih delnic, ki so podcenjene na sekundarnem trgu, prinaša stroške obstoječim delničarjem v višini razlike med notranjo vrednostjo delnice in tržno ceno. Za podjetja, ki potrebujejo finančna sredstva, je zato bolj smiselno zasledovati politiko dividend, pri kateri se višina dividende oblikuje na osnovi preostalega dobička podjetja (Lease, 2000, str. 48).

Vedenje delničarjev

Politika dividend, ki uresničuje neko stalno višino dividend skozi daljše časovno obdobje, omogoča delničarjem vzdrževanje discipline pri svojih naložbenih in potrošniških odločitvah. Večina ljudi namreč izdelava dolgoročne naložbene načrte, vendar pa ima nato probleme pri njihovem kratkoročnem izpolnjevanju, zato dividende in kapitalski donosi zanje niso popolni nadomestki, čeprav je njihova sedanja vrednost enaka. S prejetimi dividendami delničarji

financirajo del svoje porabe, ki pa je z njihovo višino tudi omejena. V primeru neizplačila dividend bi delničarji del svoje porabe financirali s prodajo delnic, kar bi povzročilo kratkoročno čezmerno prodajo in porabo. Disciplina, ki se v podjetju odraža v obliki enakomernih in stalnih dividend, se torej nekako prenese tudi na delničarje (Lease, 2000, str. 41).

1. 4. 2 Teorija pozitivnega vpliva oziroma vrabca v roki

Myron Gordon in John Lintner za razliko od teorije nevtralnosti dividend pojasnujeta, da višje dividende zmanjšujejo zahtevano stopnjo donosa na kapital. To pojasnujeta s tem, da so kapitalski donosi, ki jih bodo delničarji realizirali s prodajo delnic enkrat v prihodnosti, bolj tvegani od dividendnih donosov, ki se realizirajo v sedanjosti⁵. Delničarji zato cenijo pričakovane dividende precej bolj kot pričakovane kapitalske donose, saj je dividendni donos manj tvegan od kapitalskega. Glavna kritika te teorije sta Merton Miller in Franco Modigliani, saj po njunem mnenju delničarji ne dajejo prednost ne enemu ne drugemu donosa, saj večina izplačane dividende tako ali tako reinvestira na kapitalskem trgu v nakup dodatnih delnic istega ali podobnih podjetij. Po njunem prepričanju je tveganost denarnih tokov podjetja delničarjem na dolgi rok odvisno od tveganosti denarnih tokov podjetja iz poslovanja in ne od politike dividend (Brigham, 2002, str. 562). Tako tudi povečanje trenutne dividende ne zmanjša tveganosti prihodnjih denarnih tokov podjetja. Poleg tega izplačilo dividend povzroča, da morajo delničarji sami iskati zanimive naložbene priložnosti, kar povečuje stroške (Antunovič, 1999).

1. 4. 3 Teorija negativnega vpliva oziroma davčna teorija

Vrednost sredstev v danem trenutku je enaka vsoti sedanjih vrednosti ocenjenih prihodnjih denarnih tokov, ki izvirajo iz teh sredstev. Če smo sedaj nekoliko natančnejši, je treba dejati, da je ta vrednost enaka prihodnjim denarnim tokovom po plačilu davkov. Morebitna različna davčna obravnava kapitalskih in dividendnih donosov vpliva na povpraševanje delničarjev po dividendah. Na drugi strani imajo davki tudi vpliv na odločitve posloводства glede izplačila dividend, saj se posloводство podjetja z željo maksimizirati vrednost delnice na trgu prilagaja željam delničarjev. Pogosto so kapitalski dobički za delničarje ugodnejši z davčnega vidika, zato si predvsem premožnejši vlagatelji v višjih davčnih razredih bolj želijo kapitalske donose. Poleg tega se davek na kapitalski donos plača ob realizaciji tega donosa ob prodaji delnice, kar pomeni, da se plačilo davka na kapitalski donos lahko pomakne daleč v prihodnost. Davki so torej eden od dejavnikov, s katerim lahko v precejšnji meri podpremo posamezno teorijo, ki skuša razložiti vpliv dividende na vrednost podjetja, vendar pa teorij, ki

⁵ Na tem mestu lahko opomnimo, da bi bila bolj primerna primerjava med dividendami danes in kapitalskimi donosi danes kot med dividendami danes in kapitalskimi donosi jutri.

temeljijo na davkih, ne moremo posploševati zaradi posebnosti davčne obravnave v posameznih državah (Lease, 2000, str. 51).

Podjetje izplača dividende iz dobička po davkih, v večini primerov pa so prejemniki dividend dolžni plačati davek na prejete dividende, zato lahko v tem primeru govorimo o dvojni obdavčitvi. Izplačilo dividend torej povzroči neprostovoljno davčno obveznost delničarjev, zato je z ekonomskega vidika dejstvo, da se ima izplačilo dividend med delničarji za dobro novico, nesmiselno (Frankfurter, 2003, str. 4).

Aurebach je prepričan, da je izplačilo dividend posledica dolgoročne podcenjenosti kapitala podjetja. Podcenjenost kapitala je rezultat dejstva, da je donosnost reinvestiranega kapitala nižja od zahtevane donosnosti s strani lastnikov. Če podjetje ni zmožno svojim lastnikom zagotoviti nadomestila za vloženi kapital drugače kot v obliki izplačila dividend, morajo biti pričakovane davčne obveznosti iz naslova izplačila dividend upoštevane v trenutnih cenah delnice na trgu. To pomeni, da izplačila dividend in posledične davčne obveznosti znižujejo ceno delnice podjetja na trgu in tako povečajo pričakovano donosnost. Delnice, ki prinašajo izplačila dividend zaradi nastalih davčnih obveznosti, prinašajo višji donos (Frankfurter, 2003, str. 82).

Pri obravnavi davčnega vidika politike dividend se v literaturi pojavljata dva modela. Prvi je model davčne prilagoditve, v katerem so delnice z visokimi dividendami in posledično visokimi davčnimi obveznostmi vrednotene nižje, zato da višja pričakovana donosnost nadomesti davčne obveznosti. Drugi model je model izogibanja davkom, v skladu s katerim se lahko delničarji na različne dovoljene načine izognejo plačilu davka⁶. Izvedene empirične analize v večji meri podpirajo prvo teorijo. Dejstvo, da racionalni vlagatelji zahtevajo višji donos delnice, ki jim prinaša višjo davčno obveznost, je namreč popolnoma logično (Frankfurter, 2003, str. 86).

Če so kapitalski dobički bolj zaželeni od dividend, morajo na kapitalskem trgu v ravnotežju delnice podjetij, ki izplačujejo dividende, prinašati višji donos pred davki (prilagojen za tveganost delnice) od delnic, ki lastnikom prinašajo le kapitalske dobičke. To pomeni, da bi morala biti po tej teoriji vrednost podjetja, ki izplačuje manjši delež v obliki dividend, višja. Ugotavljanje vpliva davkov na donosnost je možno z empiričnimi raziskavami, testiranje te hipoteze pa je razdeljeno na dva dela: prvič na ugotavljanje razmerja med dividendnim donosom in tveganju prilagojenim celotnim donosom, drugič pa na preučevanje gibanja cene delnice okoli presečnega datuma (Damodaran, 2003).

⁶ Obstaja več načinov izogibanja davkom od izplačila dividend, odvisni pa so od davčne ureditve v posamezni državi. Enega od načinov sta razvila Miller in Scholes leta 1978. Lastniki delnic, ki prinašajo dividende, se lahko zadolžijo in kupijo obveznice, katerih kuponi niso obdavčeni. Plačila obresti na dolg tako zmanjšajo davčne obveznosti iz naslova dividend, medtem ko jih prejete obresti ne povečujejo (Frankfurter, 2003, str. 83).

M. Brennan je razvil model, s katerim je želel pojasniti razmerje med dividendno in celotno donosnostjo delnic. V ta namen je nekoliko preuredil model CAPM in predpostavil, da je nadpovprečni donos delnice pred davki linearno in pozitivno odvisen od sistematičnega tveganja delnice in njene dividendne donosnosti. Višji donos pred davki delnica tako kompenzira z davčno izgubo ob izplačilu dividende. Rezultati mnogih drugih empiričnih raziskav, ki so bile opravljene v ZDA, ne potrjujejo tega teoretičnega izhodišča, saj kažejo, da ni razlik med tveganju prilagojenimi donosi pred davki delnic podjetij, ki izplačujejo visoke dividende, in delnic, ki izplačujejo nizke dividende oziroma dividend sploh ne izplačujejo (Frankfurter, 2003, str. 84).

Na drugi strani je preučevanje gibanja cene delnice okrog presečnega datuma izplačila dividende bolj pomembno, saj nam pokaže neposredno primerjavo med tržno vrednostjo ene denarne enote dividende v razmerju do ene denarne enote kapitalskega dobička. Če definiramo presečni dan kot prvi dan, na katerega se trguje z delnico brez pravice do tekoče dividende, pomeni, da se na presečni dan vrednost delnice na trgu zniža. Pri ugotavljanju pomembnosti dividend za ceno delnice na trgu je pomembno razmerje med padcem cene delnice in izplačano dividendo na delnico. Na popolnem trgu kapitala v pogojih polne gotovosti bi moral biti padec cene delnice enak izplačani dividendi na delnico. Če so dividende bolj obdavčene od kapitalskih dobičkov, imajo delničarji raje kapitalske dobičke. Pregled gibanja vrednosti delnice na presečni dan nam lahko pove, kaj si delničarji bolj želijo, dividende ali kapitalske dobičke (Damodaran, 2003).

Leva stran enačbe kaže neto kapitalski donos, desna stran pa neto dividendni donos.

$$(1 - t_{cg}) \times (P_a - P_b) = (1 - t_o) \times D \quad (1.15)$$

Pri tem je:

P_b – cena delnice na presečni dan, ki vključuje dividendo,

P_a – cena naslednji dan po presečnem dnevu, ki ne vključuje dividende,

D – dividenda na delnico,

t_o – davčna stopnja davka na redne dohodke,

t_{cg} – davčna stopnja davka na kapitalski dobiček.

Denarni tok, ki nastane s prodajo delnice pred presečnim dnem, je enak:

$$P_b - (P_b - P) \times t_{cg} \quad (1.16)$$

Denarni tok, ki nastane s prodajo delnice po presečnem dnevu, je enak:

$$P_a - (P_a - P) \times t_{cg} + D(1 - t_o) \quad (1.17)$$

Če je povprečni delničar ravnodušen glede prodaje pred oziroma po presečnem dnevu, velja naslednja enačba:

$$P_b - (P_b - P) \times t_{cg} = P_a - (P_a - P) \times t_{cg} + D(1 - t_0) \quad (1.18)$$

Če zgornjo enačbo nekoliko preuredimo, jo lahko zapišemo tudi v naslednji obliki:

$$(P_b - P_a) \div D = (1 - t_0) \div (1 - t_{cg}) \quad (1.19)$$

Iz zgornje enačbo lahko izpeljemo tri pogoje, ki kažejo, kakšna je davčna obravnava dividend oziroma kapitalskih dobičkov (Damodaran, 2003, str. 140):

$$\text{Če je: } P_b - P_a = D, \quad \text{potem velja, da je: } t_0 = t_{cg} \quad (1.20)$$

$$\text{Če je: } P_b - P_a < D, \quad \text{potem velja, da je: } t_0 > t_{cg} \quad (1.21)$$

$$\text{Če je: } P_b - P_a > D, \quad \text{potem velja, da je: } t_0 < t_{cg} \quad (1.22)$$

Elton in Gruber sta empirično dokazala, da je padec tečaja delnice na presečni datum nižji od dividende na delnico. To potrjuje domneve, da si vlagatelji bolj želijo davčno ugodnejše kapitalske donose. Kljub temu bi to lahko izkoristili kratkoročni vlagatelji in bi bili z nakupi delnic dan pred presečnim dnevom upravičeni do dividende, ki bi bila višja od kapitalske izgube, ki bi jo zabeležili s prodajo delnic na presečni dan. Tako bi arbitražna povzročila dvig cene delnice pred presečnim dnevom⁷. Druga možnost, da se na trgu ne ustvari nek ravnotežen padec cene na presečni dan, je različna davčna obravnava različnih skupin vlagateljev na trgu. Nek navidezno ravnotežni padec je tako za določeno skupino vlagateljev priložnost kratkoročnega zaslužka, medtem ko drugim njihova davčna obravnava to onemogoča (Lease, 2000, str. 57).

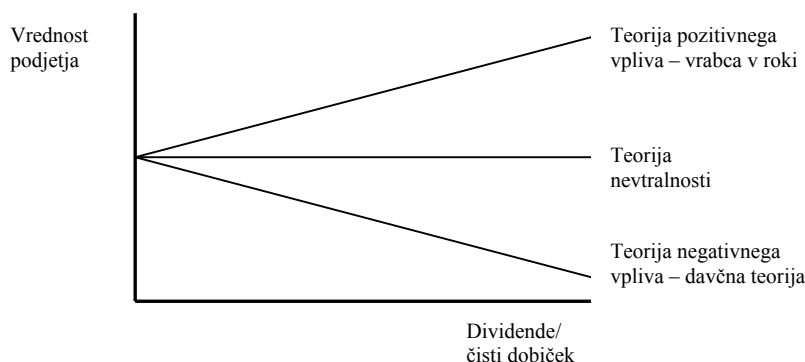
Vse to v določeni meri preprečujejo transakcijski stroški, zato se to v praksi ne dogaja. Transakcijski stroški so tako ključni pogoj za obstoj nekega ravnotežnega padca cene delnice na trgu na presečni dan, pri čemer mora biti izpolnjen pogoj, da je potencialni zaslužek, ki izvira iz razmerja med padcem cene delnice na trgu in dividendo na delnico, nižji od stroškov transakcije, ki bi omogočala izkoriščanje takega zaslužka. Kljub temu različna davčna obravnava različnih subjektov na kapitalskem trgu, še posebno olajšave oziroma izvzetost prejetih dividend iz obdavčenja, omogočajo nekaterim takšno arbitražo. Še posebno v ZDA je znano, da so v preteklosti podjetja, ki so bila deležna ugodnega davčnega statusa, trgovala z delnicami v dneh okrog presečnega datuma tako dejavno, da jih je v zadnjem času vlada pri tem omejila (Lease, 2000, str. 58).

⁷ Če je vlagatelj oproščen plačila davka in cena po presečnem dnevu pade za manj, kot znaša višina dividende, je za vlagatelja najbolje, da kupi delnico pred presečnim dnevom, prejme dividendo in delnico naslednji dan proda (Damodaran, 2003).

1. 4. 4 Sklep temeljnih teorij politike dividend

Vsaka izmed treh osnovnih teorij po svoje pojasnjuje vpliv dividend na vrednost podjetja. Teoretična nasprotja so tudi vzrok za precejšnje število empiričnih raziskav, ki so bile narejene z namenom potrditve ali zanikanja posamezne teorije. Vse dotedanje empirične raziskave niso dale zadostnega odgovora na vprašanje, katera izmed treh osnovnih teorij dividend najbolj pojasnjuje vpliv višine dividend na vrednost podjetja. Za to obstajata vsaj dva bistvena razloga. Za veljavno statistično testiranje morajo biti vse druge spremenljivke razen politike dividend nespremenjene, kar je v praksi težko izvedljivo. Drugič, moramo biti sposobni natančno izmeriti stroške kapitala podjetja. Nobeden od teh dveh pogojev v praksi ne more biti izpolnjen, zato je samo testiranje praktično neizvedljivo. Nemogoče je namreč določiti razmerje med politiko dividend in stroški kapitala in nemogoče je posploševati preference vlagateljev do dividend, ki so individualne in se tako med delničarji nekega podjetja lahko močno razlikujejo. Zato je zelo težko govoriti o optimalni politiki dividend, saj imajo lastniki znotraj nekega podjetja zelo različne želje glede izplačila dividend. Kljub temu lahko rečemo, da lastniki cenijo stabilno in predvidljivo politiko dividend, naj bo kakršna že koli, in da je v pogojih popolnega trga kapitala politika dividend popolnoma nepomembna – ta ugotovitev je ena od najpomembnejših v sodobnih financah (Brigham, 2002, str. 564).

Slika 1: Vpliv politike dividend na vrednost podjetja, skladno s tremi temeljnimi teorijami



Vir: Brigham, 2002, str. 563.

1. 5 PREOSTALE TEORIJE POLITIKE DIVIDEND

1. 5. 1 Informacijski učinek politike dividend

Ena od predpostavk popolnega trga kapitala je tudi simetrija informacij na trgu. V skladu z definicijo popolnega trga je vsaka informacija brezplačna in dostopna vsakomur. To pomeni, da imajo tako poslovodstva podjetij, banke kot delničarji in preostali udeleženci kapitalskega trga popolnoma enake informacije o posameznem podjetju na trgu. To hkrati tudi pomeni, da

imajo tako poslovodstvo kot lastniki vse in enake informacije o prihodnjem poslovanju podjetja (Brigham, 2002, str. 565).

Kakor hitro ima neka skupina udeležencev na trgu kapitala več informacij o minulem poslovanju nekega podjetja in napovedih njegovega poslovanja v prihodnosti kakor druga skupina, lahko govorimo o asimetriji informacij. V praksi ima poslovodstvo podjetja običajno mnogo več informacij o podjetju kot delničarji in preostali udeleženci trga kapitala. Kljub razvoju komunikacijskih tehnologij v zadnjih letih mnogo vlagateljev nima zadostnih informacij, na podlagi katerih bi lahko ocenili uspešnost poslovanja podjetja, in za take vlagatelje je višina dividende, ki jo izplača podjetje, zelo pomemben kazalec uspešnosti tako minulega kot tudi prihodnjega poslovanja.

Mnoge empirične raziskave kažejo, da ima objava izplačila dividend pozitiven vpliv na tržno ceno delnice. Tako so napovedi zvišanja dividend vzrok za zvišanje cen delnic na trgu, medtem ko objave znižanja dividend oziroma neizplačila dividend povzročijo padec cen na trgu. Zato nekateri menijo, da vlagatelji na splošno cenijo višje dividende, kar se odrazi na višji ceni delnice na trgu. Kljub temu sta Merton Miller in Franco Modigliani menila drugače. Podjetja se namreč skušajo izogibati znižanja dividend, zato na drugi strani ne zvišajo dividend, vse dokler niso prepričana o višjih dobičkih v prihodnosti. Merton Miller in Franco Modigliani zato menita, da dividende, višje od pričakovanih, pomenijo signal vlagateljem, da bodo poslovni rezultati v prihodnosti boljši. Na drugi strani znižanje dividend oziroma dividende, nižje od pričakovanih, pomeni signal vlagateljem, da so napovedi glede prihodnjega poslovanja slabše. Gre predvsem za to, da so dividende orodje, s katerim poslovodstvo podjetja tržna pričakovanja premakne na raven svojih pričakovanj, ki so verjetno zanesljivejša. Če so pričakovanja poslovodstva optimistična, bodo torej povečali izplačilo dividend (Antunovič, 1999). V skladu s to teorijo bodo dividende podjetij, ki imajo večjo spremenljivost denarnih tokov, nižje (Bradley, 1998, str. 2).

Da je ta signal verodostojen, mora biti izpolnjen pogoj, da je izplačilo dividend dražje za slabša podjetja kot za dobra oziroma da podjetja, katerih pričakovanja so slabša, s svojo politiko dividend ne morejo enostavno oponašati podjetij, katerih napovedi prihodnjega poslovanja so boljše. Če to ni izpolnjeno, lahko slaba podjetja posnemajo dobra, tako da izplačujejo enake dividende (Antunovič, 1999).

Odziv vlagateljev na spremembo dividend zato po mnenju mnogih ne odraža njihovih preferenc do dividend, pač pa dejstvo, da sprememba dividend vsebuje informacije, ki se dotikajo poslovanja podjetja v prihodnosti. Empirične raziskave, s katerimi so skušali potrditi to teorijo, so prinesle različne rezultate, zato je težko reči, ali je vzrok spremembe tržne cene delnice signal, ki ga prinaša sprememba dividende ali pa poleg tega tudi preference investorjev glede dividendnega donosa (Brigham, 2002, str. 565).

Pogoj, da lahko govorimo o informacijski vrednosti dividend, je torej boljša informiranost poslovodstva podjetja v primerjavi z drugimi udeleženci trga kapitala zunaj podjetja, predvsem delničarji. Medtem ko so lahko nekatere informacije posredovane na trg skozi redna letna in medletna obveščanja, ki so za podjetja na borzi obvezna, pa nekatere informacije, ki so lahko ključne za prihodnost podjetja, ne pridejo v javnost po teh poteh. Gre predvsem za informacije o razvoju novih izdelkov, ki so za podjetje strateškega pomena. Čeprav je poslovodstvo prepričano o uspehu nekega novega izdelka, bi bile natančne ocene njegove prihodnje dobičkonosnosti relativno nezanesljive, poleg tega pa tudi precej nekredibilne. Podobno bi namreč lahko v javnosti svojo prihodnost predstavilo tudi kako konkurenčno podjetje, čeprav njihov izdelek ne bi bil konkurenčen. Prevelika razkritja informacij v javnosti, ki bi bila sicer kredibilna, pa bi lahko zmanjšala konkurenčne prednosti podjetja. Objava izplačila dividend oziroma zvišanje dividend je v tem primeru kredibilen signal na trgu, ki mu konkurenca ne more slepo slediti (Frankfurter, 2003, str. 92).

Podjetje s politiko dividend zmanjša asimetrijo informacij, ki obstaja v odnosu do drugih zunanjih udeležencev kapitalskega trga. To je še posebej pomembno, ko v podjetju obstajajo spodbude, da se na trgu vzpostavi poštena vrednost podjetja, bodisi zaradi izdaje novih delnic bodisi zaradi obrambe pred sovražnim prevzemom. Udeleženci na trgu so torej prepričani, da podjetja s spodbudnimi notranjimi informacijami izplačujejo višje dividende, kar pripelje do višje cene delnic teh podjetij. Ta višja cena delnice mora biti nadomestilo za davčne izgube, ki so jih delničarji teh podjetij deležni ob izplačilu dividend. Na drugi strani velja za podjetja, katerih notranje informacije so manj vzpodbudne, da so davčni stroški enako visokih dividend višji od znižanja podcenjenosti delnice na trgu. Torej mora obstajati nek cenovni mehanizem, ki loči delnice podjetij z boljšimi notranjimi informacijami od podjetij s slabšimi notranjimi informacijami (Frankfurter, 2003, str. 92).

Večina je mnenja, da je vzrok v tem, da običajno znižajo dividende tista podjetja, ki so v težavah, zato trg meni, da so v težavah vsa podjetja, ki znižajo izplačila dividend v primerjavi s predhodnimi izplačili. V bistvu bi lahko podjetje, ki želi znižati dividende, ob znižanju navedlo tudi vzroke zanj, vendar trg običajno najprej reagira, šele na to ga zanimajo vzroki za znižanje, poleg tega obstaja verjetnost, da bi bilo razumevanje trga napačno. Poslovodstvo večine ameriških podjetij tako meni, da bo podjetje ob znižanju dividend kaznovano tudi, če je to v korist podjetja (Brav, 2003, str. 14).

Večina teorij, ki jih lahko združimo v enotno teorijo informacijskih učinkov politike dividend, predpostavlja, da je signaliziranje z uporabo politike dividend ob predpostavki enakih učinkov stroškovno najučinkovitejši način informiranja trga. Če so na voljo cenejši načini, bi preudarno poslovodstvo podjetja te načine tudi uporabilo. Uporaba politike dividend za namen informiranja trga kaže na dejstvo, da drugi načini informiranja niso popolni nadomestki. Stroški signaliziranja s politiko dividend so oportunitetni stroški uporabe notranjih finančnih virov oziroma transakcijski stroški pridobivanja zunanjih finančnih virov. Ti stroški so relativno višji za podjetja, ki nimajo pozitivnih informacij za trg, kar daje večjo

kredibilnost tej vrsti signalom. Čeprav se ti stroški pojavijo šele v prihodnosti, se učinki pokažejo takoj. Zvišanje cene delnice na trgu, ki je posledica neke informacije, odtehta davčne obveznosti, ki jih prinaša izplačilo dividend (Frankfurter, 2003, str. 93).

Dividende so torej eden od najboljših, vendar hkrati tudi najdražjih načinov signaliziranja notranjih informacij podjetja navzven. Pomembno je torej vprašanje, ali obstajajo cenejši, a prav tako učinkoviti načini signaliziranja trgu, ali pa so dividende najučinkovitejši način. Finančni vzvod, odkup lastnih delnic in notranji odkup so drugi možni načini signaliziranja trgu. Ambarish, John in Williams ter John in Lang so v svojih dveh študijah dokazali, da dividende v praksi niso edini instrument signaliziranja trgu in da se podjetja pri izbiri instrumenta odločajo izključno na osnovi stroškov, ki jih ti povzročajo. Tako zrela podjetja uporabljajo dividende kot osnovni signal sporočanja informacij trgu, medtem ko hitro rastoča podjetja uporabljajo naložbe kot njihov glavni signal (Frankfurter, 2003, str. 95).

Nekateri avtorji so razvili drugačne teorije. Ambarish je tako s svojim modelom skušal dokazati, da obstajajo učinkovitejši načini obveščanja trga, kot je politika dividend. Informacije se sproščajo na trg s kombinacijo sprememb politike dividend, investicijske politike, odkupom lastnih delnic in izdajo svežega kapitala. Če so vse notranje informacije posredovanje z alternativnimi načini, postane politika dividend s tega vidika popolnoma odveč. V ravnotežju podjetje izplačuje dividende le, če so stroški kombinacije različnih signalov nižji od posamičnega načina signaliziranja. Davčna obveznost, ki je posledica izplačila dividend, je strošek signaliziranja (Frankfurter, 2003, str. 96).

Ofer in Thakor menita, da sta tako izplačilo dividend kot odkup lastnih delnic učinkovita signala za obveščanje trga. Kateri izmed načinov bo uporabljen, je odvisno od stroškov, ki nastajajo z njuno uporabo. Poleg stroškov, ki jih povzroča izplačilo dividend, odkupi lastnih delnic povzročajo še stroške, povezane s povečanim tveganjem upravljanja, ki je posledica višjega lastniškega deleža posloводства. Odkupi lastnih delnic imajo večjo informacijsko moč zaradi višjih stroškov, ki jih povzročajo. Dividende so zato uporabljene le v primeru majhne podcenjenosti delnice, medtem ko se odkupi lastnih delnic uporabljajo v primeru velike podcenjenosti delnice na trgu (Frankfurter, 2003, str. 96).

Kumar meni, da je politika dividend sicer ustrezen način informiranja trga, vendar zaradi procesa uravnavanja višine dividend, ki je prisoten v večini podjetij, ne povejo dosti o prihodnosti podjetja (Frankfurter, 2003, str. 96).

Obnašanje podjetij pri signaliziranju sta v svoji raziskavi preučevala Berneheim in Redding. V raziskave sta možne načina sporočanja informacij trgu razdelila na diskriminatorne in nediskriminatorne, svojo teorijo pa sta aplicirala na politiko dividend. Vsako podjetje lahko sporoča informacije z diskriminatornimi dejavnostmi, ki ga nekako ločujejo od drugih podjetij. Dokler so mejni stroški teh dejavnosti manjši za boljša podjetja in višji za slabša podjetja, lahko podjetja sporočajo informacije samo z diskriminatornimi dejavnostmi, ki jim

ne povzročajo stroškov. Če so stroški teh dejavnosti višji za boljša podjetja, začnejo ta uporabljati nediskriminatorne dejavnosti (Bernheim, 1996, str. 4).

Po njunem mnenju ima vsako podjetje na voljo paleto nediskriminatornih dejavnosti, s katerimi sporoča informacije na trg. Vse te dejavnosti povzročajo podjetju stroške, zato sta v svoji raziskavi skušala ugotoviti, kateri način signaliziranja je za podjetje optimalen. Pri tem sta izhajala iz domneve, da diskriminatorne dejavnosti ne zadoščajo, saj v praksi ni izpolnjen pogoj, da so mejni stroški teh dejavnosti manjši za boljša podjetja. Stroški dejavnosti, s katerimi podjetja pošiljajo signale na trg, se med podjetji razlikujejo in so znani samo pošiljatelju tega signala, toda niso odvisni od njegove kakovosti. Vsako podjetje daje prednost enemu načinu signaliziranja trgu pred drugimi. Teorija optimalne porabe sredstev za dejavnosti signaliziranja presenetljivo pravi, da naraščanje stroškov posamezne dejavnosti (npr. zvišanje davkov) povzroča njeno širšo uporabo med podjetji in da obdavčitev neke dejavnosti povzroči, da stroški postanejo javni, kar daje tej dejavnosti večjo kredibilnost (Bernheim, 1996, str. 4).

Večina davčnih ureditev obravnava dividende davčno manj ugodno kot kapitalske dobičke, kljub temu podjetja z izplačili dividend kombinirajo diskriminatorne dejavnosti, ki same ne zadoščajo za optimalno signaliziranje trgu. Podjetje bi lahko pošiljalo signale tudi na druge načine (npr. oglaševanje), vendar je Bernheim mnenja, da je izplačilo dividend bolj kredibilen signal, saj so javnosti znani davčni stroški, ki jih ta povzroča (čeprav gre bolj za strošek delničarjev kot strošek podjetja). V skladu s to teorije torej zvišanje davčne obremenitve dividend povzroči, da več podjetij uporabi izplačilo dividend kot signal uspešnega poslovanja trgu. Bernheim je v analizi tudi empirično dokazal, da zvišanje davčne obremenitve dividend povzroči, da se več podjetij odloči za izplačilo dividend, kar je v nasprotju z davčno teorijo politike dividend (Bernheim, 1996, str. 5).

1. 5. 2 Učinek strank

Različne skupine delničarjev imajo različne želje glede višine dividend. Tako na primer upokojenci in investicijski skladi cenijo denarne donose, zato so zanje naložbeno bolj zanimiva podjetja, ki izplačajo večji del dobička v obliki dividend. Takšni vlagatelji so večinoma v nižjih davčnih razredih, zato davčni vidik zanje ni tako pomemben, ali pa jim dividende predstavljajo pomemben vir prihodkov, s katerimi pokrivajo tekoče stroške. Na drugi strani so vlagatelji, ki so delovno dejavni in ki bolj cenijo kapitalske donose, zato so zanje zanimivejša podjetja, ki reinvestirajo svoje dobičke. Če podjetje ne izplačuje dividend, bodo vlagatelji, ki potrebujejo likvidne oblike sredstev, prisiljeni prodati delnice tega podjetja. Na drugi strani bodo vlagatelji, ki imajo namen prejete dividende reinvestirati, zainteresirani za nakup delnic takega podjetja, saj bodo s tem njihove izgube zaradi plačila davkov in stroški posredništva nižji. Končne posledica tega procesa je izoblikovanje skupine delničarjev, katerim obstoječa politika dividend podjetja najbolj odgovarja (Brigham, 2002, str. 567).

Politika dividend je tako lahko instrument, s katerim lahko poslovodstvo delno vpliva na lastništvo podjetja. Ker je na trgu omogočeno prosto trgovanje z delnicami, lahko podjetja spreminjajo politiko dividend, vlagatelji pa imajo tako prosto izbiro ali bodo ostali delničarji podjetja ali pa bodo delnice prodali. Klub temu je neprestano spreminjanje lastništva neučinkovito zaradi stroškov, ki jih trgovanje povzroča, davkov na kapitalski donos ki jih morajo plačati vlagatelji, ko realizirajo ta donos, in zaradi možnega pomanjkanja povpraševanja po delnicah podjetja, ki je uvedlo novo politiko dividend, kar lahko povzroči padec tečaja delnice na trgu. Zato je naloga poslovodstva ohranjanje sprejete politike dividend oziroma njeno spreminjanje le v skrajni sili, saj s tem lahko povzroča padec tečaja na borzi. Padec cene je lahko le začasen, lahko pa je tudi stalen, če nova politika dividend za potencialne vlagatelje ni zanimiva. Obratno lahko nova privlačna politika privabi mnogo novih vlagateljev in s tem trajno zviša tečaj delnice podjetja (Brigham, 2002, str. 567).

Znamenje, ki ga da podjetje na trg s spremenjeno politiko dividend, je lahko hitro napačno interpretirano, zato mora podjetje, ki se za to odloči, to tudi javno pojasniti. Tako bi na primer namero podjetja, ki bi znižalo dividende z namenom privabitve premožnejših lastnikov, mnogi razumeli kot težave podjetja oziroma možne težave v prihodnjih letih. Mnoge študije kažejo na prisotnost učinka strank. Merton Miller, Franco Modigliani in drugi zatrjujejo, da je lahko neka skupina delničarjev, ki daje prednost določeni politiki dividend, prav tako dobra kot druga, zato z vidika učinka strank ni mogoče govoriti, da je neka politika dividend boljša od druge (Brigham, 2002, str. 567).

1. 5. 3 Stroški agentov ali teorija prostega denarnega toka

Poslovodstvo podjetja bi v idealnih okoliščinah moralo na vseh področjih delovati v dobro lastnikov in posojilodajalcev podjetja. Ena od osnovnih zahtev je racionalna uporaba investicijskih sredstev. Če je teh sredstev dovolj, obstaja nevarnost za njihovo neučinkovito uporabo. Izplačilo dividend in plačilo obresti znižuje razpoložljiva sredstva, kar zmanjšuje tudi možnost neučinkovite uporabe teh sredstev. Skladno s teorijo stroškov agentov zato višje dividende zmanjšujejo stroške, ki jih imajo delničarji z nadzorom nad poslovodstvom podjetja, saj ostane v podjetju manj prostih denarnih sredstev, kar pomeni manj možnosti za izvedbo projektov, ki niso v interesu delničarjev. Podjetja z bolj spremenljivimi denarnimi tokovi so tista, ki povzročajo višje stroške nadzora svojim lastnikom. Teorija stroškov agentov torej predvideva, da bodo podjetja z bolj spremenljivimi denarnimi tokovi izplačevala višje dividende. Teorija prostega denarnega toka je samo neka obrobna različica teorije stroškov agentov (Franfurter, 2003, str. 102).

Na splošno lahko rečemo, da problem agentov izvira iz asimetrije informacij, potencialnih transferjev premoženja iz posojilodajalcev k lastnikom, nesposobnosti poslovodstva za sprejemanje projektov s pozitivno neto sedanjo vrednostjo in pretirane porabe s strani

posloводства. Stroški agentov so torej posledica srečevanja množice interesnih skupin v podjetju, in ker vsaka od njih zastopa svoja stališča, so posledica določeni konflikti. V nadaljevanju se bomo posvetili le potencialnim konfliktom med delničarji in posojilodajalci ter med poslovodstvom in delničarji.

1. 5. 3. 1 Konflikti med lastniki in posojilodajalci

Podjetje se financira z lastniškimi in dolžniškimi finančnimi viri. Nadomestilo za vložena sredstva predstavlja prosti denarni tok podjetja, ki je rezultat poslovanja in je namenjen tako za poplačilo obveznosti do posojilodajalcev kot za nadomestilo lastnikom na vloženi kapital. Presežek vrednosti podjetja, ki je rezultat ustvarjenih denarnih tokov v preteklosti nad vrednostjo dolga, je razlika, ki pripada delničarjem. Če vrednost dolga presega vrednost podjetja, bodo posojilodajalci poplačani le, če bodo lastniki podjetja privolili v dokapitalizacijo. Rezultat uspešnega poslovanja podjetja gre torej v celoti v korist delničarjev, medtem ko tveganje v primeru slabega poslovanja prevzamejo tudi posojilodajalci (Lease, 2000, str. 75).

Razdelitev vrednosti podjetja med lastniki in posojilodajalci podjetja je torej nesimetrična, saj so koristi lastnikov navzgor neomejene, kar je tudi vzrok za konflikte interesov med lastniki in posojilodajalci. Slednji skušajo zato čim bolj zmanjšati tveganje podjetja in tako povečati možnost poplačila dolgov, na drugi strani pa delničarji oziroma lastniki podjetja skušajo kar najbolj povečati potencialni zaslužka podjetja. Eden od načinov je pridobiti čim višje dividende še pred zapadlostjo dolga, s čimer si lastniki zagotovijo določen donos tudi, če podjetje pozneje ne bo sposobno poravnati dolgov. Pri tem gre za distribucijo skupnih sredstev lastnikov in posojilodajalcev v izključno korist lastnikov. To je tudi vzrok za nasprotovanje izplačila dividend s strani posojilodajalcev, saj prevelika izplačila povečujejo možnost nesposobnosti poznejšega poplačila dolgov (Lease, 2000, str. 76).

Tudi če izplačilo dividend ne ogroža likvidnosti in solventnosti podjetja, se poveča njegovo finančno tveganje, saj se zniža delež lastniškega financiranja in poveča delež dolžniškega financiranja. Tako se sedanja vrednost dolga zniža⁸, kar znova povzroči, da so posojilodajalci v primeru izplačila dividend v slabšem položaju kot lastniki. Slednji namreč prejmejo dividende, vrednost njihovega lastniškega deleža v podjetju pa se zniža za nekoliko manj, saj del tega zmanjšanje prevzamejo posojilodajalci. To so tudi vzroki, zakaj posojilodajalci v svoje posojilne pogodbe vključujejo omejitve, pogoje za izplačila dividend oziroma t. i. kreditne zaveze (Lease, 2000, str. 76).

⁸ Zaradi višjega finančnega tveganja se zahtevana donosnost na izdane obveznice in druge instrumente poveča, kar zniža njihovo sedanjo vrednost.

1. 5. 3. 2 Konflikti med lastniki in poslovodstvom

Druga vrsta konfliktov izvira iz razmerja med poslovodstvom podjetja in lastniki. Poslovodstvo podjetja je imenovano z namenom, da deluje kot agent lastnikov. Na drugi strani je naloga nadzornega organa družbe nadzor dela poslovodstva in ugotavljanje skladnosti njihovega delovanja z interesi lastnikov. V praksi je to večinoma težavno, če ne celo nemogoče, saj ima poslovodstvo dostop do več informacij kot nadzorni organi družbe in njeni lastniki. Omejene informacije tako onemogočajo objektivno oceno dela poslovodstva in s tem učinkovit nadzor nad njimi (Lease, 2000, str. 80).

Easterbrook v svoji analizi ugotavlja, da so dividende učinkovito orodje za zniževanje stroškov agentov, ki so posledica ločitve lastništva in upravljanja podjetja. Ko je lastništvo podjetja razpršeno, je interes lastnikov za nadzor nad poslovodstvom relativno majhen. Lastniki, ki bi bili zainteresirani za nadzor, bi namreč nosili stroške nadzora, medtem ko bi koristi od tega nadzora imeli vsi lastniki. Gledano s stališča vseh delničarjev bi bil nadzor vsekakor zaželen, saj bi bili stroški nadzora nižji od znižanja stroškov agentov. Easterbrook tudi ugotavlja, da plačilo dividend pogosteje prisili podjetja k zbiranju dodatnih sredstev na finančnem trgu v primerjavi s podjetji, ki dividend ne izplačujejo, kar hkrati pomeni, da so ta podjetja podvržena večjemu nadzoru tudi s strani celotnega finančnega trga (Lease, 2000, str. 82).

V podjetjih, ki izplačujejo dividende, je tako manjša možnost, da bo poslovodstvo postavilo lastne interese pred interese lastnikov. Poleg tega dividende zmanjšujejo možnosti poslovodstva, da zadrži zadolženost podjetja na prenizki ravni, kar znižuje donosnost kapitala. Easterbrook v okviru stroškov agentov navaja naslednja razmerja med izplačili dividend in lastnostmi podjetja. V podjetjih, katerih lastništvo je nadpovprečno koncentrirano, naj bi bil delež izplačanega dobička nižji kot v podobnih podjetjih z bolj razpršeno lastniško strukturo. Podjetja z nizko zadolženostjo si te ne morejo bistveno povečati z izplačili dividend, zato je pri hitro rastočih podjetjih, ki se financirajo skoraj izključno z lastniškim kapitalom, pričakovati nizke dividende. Nasprotno naj bi visoko zadolžena podjetja izplačevala visoke dividende. Easterbrookova analiza tako nakazuje na pozitivno povezavo med zadolženostjo podjetja in deležem dobička, izplačanega v obliki dividend (Lease, 2000, str. 29).

Jensen v svoji analizi ugotavlja, da so prosta denarna sredstva podjetja med vsemi sredstvi najhitreje podvržena neracionalni rabi, ki ni v prid lastnikov, temveč poslovodstva. Izplačila dividend, ki zmanjšajo prosta denarna sredstva podjetja oziroma vzamejo kontrolo poslovodstvu nad temi sredstvi, so zato instrument, s katerim lahko delničarji zavarujejo svoje interese. Podobno povečanje zadolženosti znižuje prosta denarna sredstva podjetja in s tem možnosti za neracionalne investicijske odločitve poslovodstva (Lease, 2000, str. 84).

Konflikt interesov med lastniki in poslovodstvom podjetja izvira predvsem iz načina nagrajevanja slednjih. Plačilo in nagrade poslovodstva so velikokrat pogojene z vrednostjo

podjetja na trgu, zato imajo ti velik interes po zadrževanju dobička v podjetju. Dividende zmanjšujejo velikost podjetja in s tem velikost prihodnjega dobička ter velikost prihodnjih bonitet posloводства, ki so odvisni od velikosti dobička in vrednost delniških opcij. Poleg tega dividende povečujejo tudi tveganje podjetja, vsi ti dejavniki pa govorijo v prid dejstvu, da posloводство podjetja ne more biti velik zagovornik izplačevanja dividend.

Poleg tega v prid neizplačevanja dividend govorijo tudi višji stroški financiranja v prihodnje. Če se namreč delničarji odločijo za visoka izplačila dividend, tako sicer znižajo stroške agentov in zmanjšajo možnost neracionalnih investicijskih odločitev, vendar bodo na drugi strani v prihodnosti plačali višji strošek izposojenega kapitala, ki bo morebiti potreben za financiranje naložb. Pomembna je tudi pravna zaščita delničarjev, saj kakovostna in učinkovita pravna zaščita omogoča, da podjetje odloži izplačilo dividend na poznejše obdobje. Delničarji so se namreč pripravljene odpovedati sedanjim dividendam v korist bodočih, če je njihova pravna zaščita ustrezna, to pa pozitivno vpliva predvsem na prihodnje rezultate podjetja (Zbašnik, 2000, str. 32).

Teorija stroškov agentov se dotika torej predvsem konflikta interesov med lastniki in poslovodstvom. Politika dividend je v skladu s teorijo tako neke vrste orodje za uravnavanje potencialne višine neracionalno porabljenih sredstev podjetja. Pozitivna reakcija trga ob povišanju dividend je tako skladna s teorijo stroškov agentov, saj se s povečanjem višine dividend stroški nadzora posloводства znižajo, kar pozitivno vpliva na vrednost delnice na trgu (Travlos, 2001, str. 91).

Moderna teorija stroškov agentov pojasnjuje strukturo kapitala podjetja kot rezultat prizadevanja za zmanjševanja stroškov, ki nastanejo kot posledica ločitve funkcije lastništva in upravljanja podjetja. Stroški agentov so nižji v podjetjih, kjer ima posloводство višji lastniški delež, saj so s tem cilji posloводства in lastnikov bolj podobni, poleg tega pa so stroški nižji tudi v podjetjih z višjo koncentracijo lastništva, saj večji lastniki lažje nadzorujejo poslovanje podjetja.

1. 6 POMEMBNI DEJAVNIKI POLITIKE DIVIDEND

Dividende podjetja so odvisne od mnogih dejavnikov, hkrati pa lahko povzročajo mnogo posledic. Izbira optimalne politike dividend zahteva upoštevanje čim večjega števila teh dejavnikov, in bolj jih podjetje upošteva oziroma predvidi, večje pozitivne učinke ima izbrana politika dividend. Mnogi dejavniki so si nasprotujoči oziroma se izključujejo in prav zato pri določanju optimalne politike dividend skorajda ni enopomenskega odgovora.

1. 6. 1 Omejitve politike dividend

1. 6. 1. 1 Sporazum s posojilodajalci

Sporazum s posojilodajalcem v obliki kreditne zaveze velikokrat omejuje oblikovanje želene politike dividend podjetja. Ti sporazumu ponavadi določajo, da dividende ne smejo biti izplačane, dokler določeni finančni kazalniki ne presežejo minimalno dogovorjene višine oziroma dokler lahko podjetja izplačajo dividende le v primeru zadostne likvidnosti (Brigham, 2002, str. 578).

1. 6. 1. 2 Prednostne delnice

Dividende lastnikom navadnih delnic običajno ne morejo biti izplačane, preden podjetje ne izpolni obveznosti do lastnikov prednostnih delnic. Kot torej pove že ime, morajo biti pred izplačilom navadnih dividend izplačane dividende prednostnim delničarjem (Brigham, 2002, str. 578).

1. 6. 1. 3 Poslabšanje kapitalske ustreznosti

Dividende ne morejo preseči zadržanih dobičkov, s čimer se zaščiti posojilodajalce. V nasprotnem primeru bi namreč lahko podjetje v krizi preneslo večji del sredstev na lastnike kapitala, posojilodajalci pa bi tako ostali brez vsega (Brigham, 2002, str. 578).

1. 6. 1. 4 Razpoložljiva denarna sredstva

Osnovni pogoj za izplačilo dividend je poleg dobičkonosnega poslovanja tudi zadostna likvidnost podjetja. Izplačilo dividend pomeni dejanski odliv denarnih sredstev iz podjetja, nezadostna likvidnost pa je mnogokrat vzrok za neizplačilo dividend tudi v dobičkonosnih podjetjih. Podjetja, ki so v fazi rasti, namreč prosta denarna sredstva namenjajo za naložbe, ki jim omogočajo rast, zato niso sposobna z lastnimi sredstvi izplačati dividend, saj so njihovi neto denarni tokovi velikokrat negativni. Poslovodstvo podjetij, ki so v fazi hitre rasti, se zato mnogokrat ne odloči za izplačila dividend, še posebno, če je takšna rast financirana s posojili. V primeru slabše likvidnosti je ena od možnosti za izplačilo dividend tudi dodatna zadolžitev, seveda mora poslovodstvo pri takšni odločitvi imeti v mislih ciljno strukturo financiranja podjetja.

1. 6. 2 Investicijske priložnosti

1. 6. 2. 1 Število dobičkonosnih investicijskih priložnosti

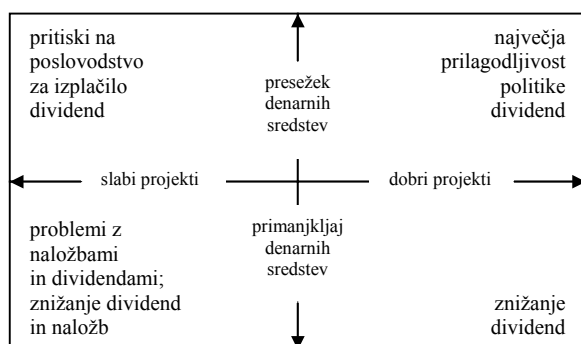
Če podjetje pričakuje veliko novih in donosnih investicijskih priložnosti, bo to znižalo delež izplačanega dobička v obliki dividend, obratno pa izplačila dividend povečuje pomanjkanje dobrih investicijskih priložnosti, katerih neto sedanja vrednost je pozitivna (Brigham, 2002, str. 578).

1. 6. 2. 2 Zmožnost časovne prilagoditve izvedbe investicijskih projektov

Če je podjetje sposobno preložiti izvedbo projektov na poznejše obdobje, prilagajati hitrost izvajanja projektov in uskladiti njihovo izvajanje s svojimi investicijskimi sposobnostmi, to pozitivno vpliva na stabilnost politike dividend. V tem primeru podjetju namreč ni treba imeti stalno na razpolago prostih sredstev in lahko več sredstev nameni za dividende (Brigham, 2002, str. 578).

Obseg investicijskih priložnosti se močno navezuje na panogo, v kateri neko podjetje posluje. Raziskave kažejo, da na politiko dividend vplivata zrelost podjetja oziroma faza, v kateri se podjetje nahaja v svojem življenjskem ciklu, to pa je tesno povezano tudi s panogo, v kateri podjetje posluje. Za tradicionalne panoge, za katere so značilna na trgu že uveljavljena podjetja, predvidevamo, da bo povprečni delež izplačanega dobička višji kot v panogah, ki so se pojavile pred kratkim in za katere je značilna dinamična rast podjetij.

Slika 2: Dividendna matrika



Vir: Damodaran, 2003, str. 167.

1. 6. 3 Razpoložljivost in strošek alternativnih virov financiranja

1. 6. 3. 1 Stroški izdaje novih delnic

Če so stroški izdaje nove emisije delnic visoki (vključujoč stroške negativnega signala na trgu), je strošek kapitala lahko višji od zahtevane stopnje donosa na kapital, zato je z vidika

podjetja bolje postaviti nižje dividende in se financirati iz zadržanih dobičkov. Na drugi strani podjetja z nižjimi stroški izdaje novih delnic postavijo višje dividende. Ti stroški so ponavadi visoki za manjša podjetja in nižji za večja podjetja (Brigham, 2002, str. 578).

1. 6. 3. 2 Zmožnost zamenjave kapitala z dolgom

Če podjetje lahko prilagodi razmerje med kapitalom in dolgom tako, da se mu ne povečajo povprečni stroški finančnih virov, lahko izplačuje pričakovane dividende kljub spremenljivosti višine dobička, saj lahko brez bistvenih stroškov poveča zadolženost (Brigham, 2002, str. 578).

1. 6. 4 Inflacija

V pogojih inflacije je obračunana amortizacija podcenjena, saj ne odraža realnih stroškov, ki jih povzroča uporaba osnovnih sredstev podjetja. Sredstva, zbrana iz naslova amortizacije, tako ne dosegajo stroškov naložb za nova osnovna sredstva, dobiček podjetja pa je v takšnem primeru precenjen. Ker je obračunana amortizacija prenizka, je dobiček podjetja vir sredstev za dodatne naložbe. Stopnja zadržanega dobička je zato v pogojih visoke inflacije višja. Na drugi strani inflacija znižuje realno vrednost dividend, zato mora podjetje, ki želi ohranjati njihovo realno vrednost, te vsako leto zvišati za stopnjo inflacije.

1. 6. 5 Predvidljivost dobička

Predvidljivost dobička oziroma njegova spremenljivost med leti ima velik vpliv na višino dividend predvsem pri podjetjih, ki se zavzemajo za politiko stabilnih dividend. Ta podjetja namreč določijo višino dividend na osnovi načrtovanega dolgoročnega dobička. Bolj ko je poslovanje podjetja in s tem dobiček predvidljiv, relativno višje dividende lahko podjetje v osnovi postavi, saj je bolj prepričano, da bo takšne dividende sposobno dolgoročno vzdrževati. Če podjetje določa višino dobička na osnovi preostalega dobička ali na osnovi enakega deleža izplačanega dobička, predvidljivost dobička nima večjega vpliva na dividende v sedanosti.

1. 6. 6 Zakonodaja

V nekaterih državah zakon določa, da morajo podjetja izplačati določen delež dobička v obliki dividend, vendar ti predpisi v praksi niso preveč omejevalni. Kljub temu taki predpisi omejujejo svobodne odločitve in najbolj prizadenejo visoko rastoča podjetja, ki veliko sredstev namenjajo za naložbe.

Politika dividend je močno odvisna tudi od pravne zaščite delničarjev. Raziskave kažejo, da je zaščita delničarjev v anglosaških državah boljša kot v celinski Evropi, zato hitro rastoča podjetja v anglosaških državah izplačujejo nizke dividende, podjetja, ki ne rastejo, pa visoke. Na drugi strani morajo hitro rastoča podjetja v državah z nizko stopnjo pravne zaščite delničarjev izplačevati visoke dividende, čeprav potrebujejo sredstva za svoj razvoj, medtem ko počasi rastoča podjetja izplačujejo nizke dividende⁹. V gospodarstvih, kjer so manjšinski lastniki dobro pravno zaščiteni, ti lažje uveljavijo svojo voljo, zato od podjetij v fazi rasti ne zahtevajo izplačila dividend za vsako ceno, medtem ko morajo podjetja v gospodarstvih z manjšo zaščito delničarjev izplačevati relativno visoke dividende že v fazi rasti, če želijo pozneje pridobiti svež kapital (Zbašnik, 2000, str. 32).

1. 6. 7 Lastniški nadzor

Če ima poslovodstvo hkrati tudi lastniški delež v podjetju, lahko pomeni izdaja novega kapitala na trgu, da se njihov lastniški delež zmanjša, s tem pa izgubijo del kontrole nad podjetjem. Če želi poslovodstvo obdržati obstoječi lastniški delež in s tem kontrolo v podjetju, bo podjetje zadržalo večji delež dobička (Brigham, 2002, str. 578).

Ker v praksi obstaja konflikt med željami lastnikov in željami poslovodstva glede dividend, je mnogokrat izbrana neka kompromisna višina dividende. Poslovodstvo upošteva pri določanju višine dividende višino tekočega in pričakovanega dobička, zgodovino dividend podjetja, stabilnost dividend, denarne tokove, investicijske priložnosti in želje delničarjev (Frankfurter, 2003, str. 169).

1. 7 OBLIKE IZPLAČILA DIVIDEND

Podjetja v praksi izplačujejo dividende večinoma v denarni obliki, vendar so možna izplačila tudi v drugih oblikah. Ena od možnosti so dividende v obliki delnic, podoben cilj imata tudi cepitev delnic in odkup lastnih delnic.

1. 7. 1 Denarne dividende

Denarne dividende so dividende, izplačane v denarni obliki, kar pomeni, da se pri njihovem izplačilu odlijejo denarna sredstva iz podjetja. Denarne dividende se izplačujejo v breme kapitala, zato se pri njihovem izplačilu skupni kapital podjetja zmanjša. poveča pa se finančni vzvod. Denarne dividende so v praksi najpogostejša oblika izplačevanja dividend.

⁹ Sklepamo lahko, da gre za novo nastala podjetja, ki jih širši krog vlagateljev še ne pozna in si svoje zaupanje gradijo z izplačevanjem dividend.

1. 7. 2 Izplačilo dividend v obliki delnic in cepitev delnic

Tako delniške dividende kot cepitev delnic sta obliki delitve dodatnih delnic lastnikom podjetja v takšnem razmerju, da njihov lastniški deleži ostajajo enaki. Izplačilo delniških dividend je podobno delitvi delnic s to razliko, da delniška dividenda pomeni prenos zadržanega dobička v trajni kapital. Poveča se torej osnovni kapital v breme drugih postavk kapitala, kar pomeni, da se skupni kapital ne spremeni, prav tako tudi ni odliva denarnih sredstev iz podjetja kot v primeru denarnih dividend. Delitev delnic ne spreminja strukture kapitala, ampak le zmanjša vrednost kapitala na delnico (Dimovski, 1995, str. 57).

Za izplačilo dividend v obliki delnic in cepitev delnic obstajajo trije temeljni dejavniki. Prvi je različna davčna obravnava dividend in kapitalskih dobičkov. Tako lahko podjetje na eni strani zadrži več dobička, kot bi ga v primeru izplačila denarnih dividend, delničarji pa so davčno manj obremenjeni v primeru nižjega davka na kapitalski dobičke kot na dividende. Delničarji se tako tudi sami odločijo, ali želijo prejeti denarna sredstva, kar storijo s prodajo prejetih delnic. Drugi razlog je v tem, da podjetja morajo izplačati dividende, a za to nimajo dovolj denarnih sredstev. Tretji razlog se dotika cene delnice in njene likvidnosti na trgu. Če je absolutna vrednost delnice na trgu previsoka, se njena likvidnost zmanjša. Z dividendami v obliki delnic se njihovi knjigovodska in tudi tržna cena znižata, povečata pa se likvidnost in korist delničarjev, saj delnice lažje prodajo na trgu (Glen, 1995).

Na kapitalskem trgu je namreč neko optimalno vrednostno območje za eno delnico, v katerem delnica doseže maksimalno relativno vrednost¹⁰. Če je absolutna vrednost delnice na trgu visoka, se namreč mnogi vlagatelji ne odločijo za nakup dodatne enote, kar na kumulativni ravni zmanjšuje povpraševanje po teh vrednostnih papirjih. Delniške dividende oziroma cepitev delnic podjetja zato uporabljajo z namenom, da zadržijo tržno ceno delnice v zelenem območju (Brigham, 2002). Cepitev delnic se uporablja za večje cenovne prilagoditve in zato tudi redkeje, medtem ko se delniške dividende uporabljajo za manjše korekcije in zato pogosteje (Frankfurter, 2003, str. 194).

Empirične ugotovitve v svetu kažejo, da cepitev delnic in dividende v obliki delnic kratkoročno zvišajo tržno ceno delnice, vendar cene zrastejo zaradi signala, da bo podjetje dobro poslovalo v prihodnosti – kar pomeni višje dividende –, in ne zaradi delitve delnic same po sebi. Ugotovljeno je bilo tudi, da cena delnice zraste ob najavi delitve delnic, vendar če v prihodnjih mesecih podjetje ne objavi povečanja dobička in dividend, cena delnice pade na prvotno raven. Če se posredniške provizije pri trgovanju s temi delnicami nanašajo na količinske enote, je trgovanje s takimi delnicami dražje, kar lahko negativno vpliva na likvidnost delnice, toda na drugi strani si lahko več ljudi privoščijo nakup take delnice, kar zvišuje njeno likvidnost (Brigham, 2002, str. 581).

¹⁰ Za relativno ceno se šteje cena delnice v razmerju do posameznih računovodskih kategorij na delnico, npr.: razmerje med tržno ceno delnice in njeno knjigovodsko vrednostjo, razmerje med tržno ceno delnice in dobičkom na delnico, razmerje med tržno ceno delnice in prodajo na delnico.

Oba ukrepa sta tako z vidika podjetja poceni način signaliziranja določenih informacij trgu. Kljub temu empirične raziskave kažejo neenotnost med akademsko teorijo, empiričnimi dokazi in mnenji poslovojestev podjetij glede učinkov delniških dividend oziroma cepitve delnic. Nekateri avtorji so celo prepričani, da imajo delniške dividende oziroma cepitev delnic majhno moč signaliziranja trgu, saj naj ne bi izpolnjevale bistvenih kriterijev za uspešno signaliziranje na trgu. Signal mora biti nedvoumen in mora povzročati stroške, če želimo, da je kredibilen. Čeprav delniške dividende in cepitev delnic povzročajo precejšnje administrativne stroške podjetju, ti stroški niso enakovredni davčnim stroškom, ki so jih deležni delničarji ob denarnih dividendah (Frankfurter, 2003, str. 196).

Iz številnih empiričnih raziskav lahko povzamemo, da različni vlagatelji različno razumejo delniške dividende oziroma cepitve delnic. Eni se obnašajo v skladu s teoretičnimi pričakovanji, drugi niti ne reagirajo, zato je nemogoče napovedati, kakšen bo odziv delničarjev na takšne ukrepe podjetja.

1. 7. 3 Odkup lastnih delnic

1. 7. 3. 1 Razlogi in motivi za odkup lastnih delnic

Alternativa izplačilu dividend je tudi odkup lastnih delnic. Na ta odkup v okviru politike dividend lahko gledamo kot na izplačilo dividend tistim delničarjem, ki si to želijo. Podjetja se v zadnjem času vedno bolj odločajo za odkup lastnih delnic namesto izplačila dividend. Eden od glavnih razlogov so davčni prihranki. Tudi če so kapitalski dobički in dividende obdavčeni enako, ima delničar v primeru odkupov lastnih delnic možnost izbire, da ponudbe ne sprejme in se tako izogne davčnim obveznostim. To je še posebno ugodno, ko poslovodstvo oceni, da je delnica podcenjena, saj tako naraste vrednost delničarjem, ki delnic ne prodajo (Antunovič, 1999).

Z računovodskega stališča podjetja pri odkupu lastnih delnic oblikuje sklad lastnih delnic, računovodska obravnava takšnega poslovnega dogodka pa je odvisna od posameznih računovodskih standardov (Frankfurter, 2003, str. 207). Odkupljene delnice lahko podjetje umakne, kar zmanjša njegov kapital in s tem število izdanih delnic. Več delnic kot podjetje odkupi, manj jih je na trgu. Če predvidevamo, da odkup in umik delnic ne vplivata na prihodnje dobičke podjetja, se dobiček na delnico podjetja poveča, kar ima za posledico večjo vrednost delnice (Brigham, 2002, str. 583).

Motivi podjetij za odkup lastnih delnic so drugačni kot v primeru denarnih dividend. Moč teorije poslovnih financ, ki obravnava odkupe lastnih delnic, je relativno majhna predvsem zaradi različnosti institucionalnih ureditev in davčne ureditve. V nekaterih državah odkupi lastnih delnic niso dovoljeni, saj podjetjem ni dovoljeno delanje poslov s samim seboj (Frankfurter, 2003, str. 207). V drugih državah imajo podjetja lahko lastne delnice le omejeno

časovno obdobje, po katerem jih morajo bodisi prodati bodisi umakniti. V Sloveniji lahko podjetja odkupujejo delnica za sklad lastnih delnic, vendar le do višine 10 odstotkov celotne izdaje (Glen, 1995).

Rezultat odkupa lastnih delnic naj bi bilo torej povečanje tržne vrednosti podjetja, saj se s povečanjem finančnega vzvoda poveča donosnost kapitala, ob tem pa je seveda večje tudi finančno tveganje. Enak učinek je tudi v primeru izplačila denarnih dividend, s to razliko, da se pri denarnih dividendah knjigovodska vrednost delnice zniža, pri odkupu lastnih delnic pa se to zgodi, če je odkupna cena višja od knjigovodske vrednosti delnice. Pomembno pri tem je, od kod podjetje dobi denarna sredstva za izvedbo odkupa. Če podjetje likvidira operativna sredstva, pomeni, da se poleg povečanega tveganja denarnih tokov v prihodnje znižajo tudi pričakovani denarni tokovi. V tem primeru odkup lastnih delnic torej ne more biti vzrok za večjo sedanjo vrednost podjetja. Kljub temu so odkupi lastnih delnic v praksi večinoma dober signal in povečajo tržno vrednost podjetja, čeprav je to mnogokrat v neskladju s teorijo poslovnih financ, podobno kot pri denarnih dividendah (Frankfurter, 2003, str. 214).

Motivi in vzroki za odkup lastnih delnic s strani podjetja so lahko različni. Eden od motivov je lahko želja po zvišanju tržne cene delnice, saj se z odkupom delnic njihova ponudba na trgu zmanjša, kar ob nespremenjenem povpraševanju povzroči zvišanje cene. Podjetje lahko uporabi odkup lastnih delnic v primeru presežka denarnih sredstev oziroma pomanjkanja investicijskih priložnosti v pogojih, ko poslovodstvo ne želi zvišati dividend, ker ni prepričano, da so takšne dividende dolgoročno vzdržne, zato enkratna presežna denarna sredstva raje nameni za odkupe lastnih delnic. Motivi so lahko tudi nagrajevanje zaposlenih z delniškimi opcijami ali načrtovane delniške dividende v prihodnje, želeno povečanje finančnega vzvoda podjetja, morebitne davčne ugodnosti delničarjev v primerjavi s prodajo delnic na trgu, boj za lastniški nadzor nad podjetjem in prevzemni načrti podjetja v prihodnosti (Frankfurter, 2003, str. 210).

Wansley, Lane in Sarkar so izvedli raziskavo, s katero so želeli razkriti glavne razloge in motive za odkup lastnih delnic. Ugotovili so, da sta med podjetji, ki so odkupovala lastne delnice, glavna motiva za odkupovanje lastnih delnic prepričanje poslovodstva, da je delnica na trgu podcenjena, in njihov optimizem glede prihodnjega poslovanja podjetja. Na drugi strani so podjetja, ki lastnih delnic niso odkupovala, kot glavni razlog morebitnega odkupa navedla pomanjkanje investicijskih priložnosti in presežke denarnih sredstev. V raziskavi ki jo je izvedel Howard Willens med 110 finančnimi direktorji različnih podjetij je bilo ugotovljeno, da so podjetja, ki so odkupovala lastne delnice, hkrati povečevala tudi dividende. Raziskava je tudi pokazala, da so v skoraj vseh podjetjih prepričani, da so programi odkupa lastnih delnic bolj učinkoviti kot izplačilo višjih dividend pri preprečevanju padanja cene delnice na trgu med padajočim kapitalskim trgom. Na drugi strani pa je večina prepričana, da so v težjih časih dividende pomembnejše od odkupa lastnih delnic (Lease, 2000, str. 157).

1. 7. 3. 2 Prednosti odkupa lastnih delnic

Odkup lastnih delnic ima v primerjavi z izplačilom dividend določene prednosti. Pozitiven signal, ki kaže, da je delnica na trgu podcenjena, je pri odkupu lastnih delnic vsekakor močnejši. Poleg tega imajo delničarji pri odkupu lastnih delnic na izbiro prodajo delnic. Pri denarnih dividendah te možnosti izbire nimajo, saj morajo dividendo sprejeti in plačati davek. Tako lahko delničarji, ki potrebujejo denar, delnice prodajo, preostali pa pozneje realizirajo kapitalske dobičke. Z odkupi lastnih delnic ima podjetje tudi možnost odstraniti velik pakete podcenjenih delnic s trga, lahko pa so uporabljeni tudi za namen velikih sprememb v strukturi kapitala podjetja. Podjetja, ki svoje zaposlene nagrajujejo z opcijami, lahko odkupijo lastne delnice, ko zaposleni izvršijo te opcije. S tem se izognejo izdaji dodatnih delnic in stroškom v zvezi s tem (Brigham, 2002, str. 584).

Dividende so kratkoročno lepljive, saj jih poslovodstvo ne poveča, če ni prepričano o višjih dobičkih v prihodnosti, a ne želi jih niti znižati zaradi negativnih signalov na trgu. Če so presežni denarni tokovi samo občasni, je torej najboljša možnost odkup delnic. Podjetja lahko uporabijo model preostalega dobička, da določijo ciljni delež izplačila, nato pa del razdelijo v obliki dividend, del pa namenijo odkupu lastnih delnic. Izplačilo dividend bo relativno nizko, toda dividende bodo varne in bodo rasle, s tem ko se bo zniževalo število izdanih delnic. Podjetje ima tako bolj prilagodljivo politiko dividend in prilagojeno celotno distribucijo, saj se odkupi lastnih delnic prilagajajo zmožnostim podjetja, ne da bi to na trg pošiljalo napačne signale (Brigham, 2002, str. 584).

1. 7. 3. 3 Pomanjkljivosti odkupov lastnih delnic

Pomanjkljivosti odkupov lastnih delnic v primerjavi z dividendami so v tem, da delničarji mogoče niso ravnodušni nad dividendami in kapitalskimi dobički in zato po mnenju nekaterih dividende bolj vplivajo na vrednost delnice kot odkupi lastnih delnic. Poleg tega ponavadi delničarji, ki prodajo delnice, nimajo vseh informacij o prihodnjem poslovanju podjetja, zato podjetja vnaprej najavijo take odkupe, da se izognejo tožbam delničarjev. Obveščeni delničarji niso pripravljeni prodati podcenjenih delnic podjetju in jih odkupiti, ko so precenjene, kar pomeni, da so v prednosti pred slabše obveščeni delničarji, česar ne moremo trditi ob izplačilu dividend. Podjetje lahko plača tudi previsoko ceno za odkupljene lastne delnice, kar gre na škodo obstoječih delničarjev. Če podjetje želi odkupiti preveč delnic, je cena mogoče previsoka in nato po odkupu pade. Konec koncev so dividende tudi bolj zavezujoče in zato boljše za tiste, ki jim to pomeni stalen vir dohodka (Brigham, 2002, str. 586).

1. 7. 3. 4 Pet osnovnih oblik odkupa lastnih delnic

Javna ponudba po fiksni ceni

V javni ponudbi po fiksni ceni podjetje da ponudbo za odkup lastnih delnic po vnaprej določeni fiksni ceni, ponudba pa vključuje tudi želeno količino in datum izteka ponudbe. Cena v takšni ponudbi je običajno od 20 do 25 odstotkov višja od trenutne cene delnic na trgu, količina zelenih delnic pa se običajno giblje med 15 in 19 odstotki celotne izdaje. Če je zanimanje za prodajo delnic večje od želenega, podjetja običajno odkupijo presežno količino oziroma od vsakega ponudnika odkupijo le sorazmeren delež ponujenih delnic. Če pa je interes premajhen, podjetja odkupijo ponujene delnice, podaljšajo čas ponudbe oziroma odstopijo od ponudbe (Lease, 2000, str. 157).

Odkup na trgu

V primeru odkupa na trgu podjetje odkupuje lastne delnice v skladu z običajni pravili trgovanja na borzi vrednostnih papirjev, odkup pa običajno poteka dlje. Tak način odkupa lastnih delnic je v primerjavi z javno ponudbo v javnosti precej manj odmeven, zato sproži tudi mnogo manj signalov na trgu. Podjetja s tem načinom odkupa lastnih delnic te odkupijo ceneje, saj jim ni treba plačati premije na tržno ceno (Lease, 2000, str. 158).

Nizozemska avkcija

Alternativa javni ponudbi po fiksni ceni je avkcijski odkup. Podjetje pri tem določi razpon cene, po katerih želi odkupiti lastne delnice, in celotno število zelenih delnic. Vsak zainteresiran delničar predloži prodajno ponudbo, ki vključuje najnižjo še sprejemljivo ceno znotraj posameznega razpona cene in število delnic, ki jih želi prodati. Podjetje ponudbe nato združi in jih razvrsti od najnižje do najvišje cene ter določi najnižjo ceno, s katero bi glede na sprejete ponudbe lahko odkupilo želeno količino delnic. Ta cena je nato ponujena vsem delničarjem, ki so ponudili svoje delnice po takšni oziroma nižji ceni. Običajno je že minimalna cena približno 2 odstotka nad tržno ceno delnice, medtem ko se končna cena oblikuje nekoliko nižje od cene, dosežene v javnih ponudbah po fiksni ceni. Prvič je takšen način odkupa lastnih delnic uporabilo podjetje Todd Shipyards leta 1981, pozneje pa je tej obliki odkupa lastnih delnic sledilo še več drugih podjetij (Lease, 2000, str. 159).

Prenosljiva prodajna opcija

Ena od možnih metod odkupa lastnih delnic je prenosljiva prodajna opcija. Ta da delničarju pravico prodaje delnic nazaj podjetju po točno določeni ceni. Delničarji, ki te možnosti ne izberejo, lahko s to pravico trgujejo na sekundarnem trgu (Lease, 2000, str. 159).

Usmerjen odkup lastnih delnic

Pri tej obliki odkupa lastnih delnic podjetje delnice odkupi od točno določene skupine delničarjev. Ena od možnosti takega odkupa je usmerjenost na finančne holdinge, ki imajo v lasti večji delež podjetja. Prednost takšnega načina je predvsem prihranek pri transakcijskih in preostalih administrativnih stroških. Običajna povprečna premija nad tržno ceno pri takšnih odkupih je 10 odstotkov, ki pa se pri večjih odkupih večjih deležev lahko tudi poveča in je predmet pogajanj. Takšen način odkupa lastnih delnic se uporablja predvsem z namenom preprečitve prevzema podjetja, saj so lastniki večjih deležev potencialni prevzemniki.

Gay, Kale in Noe so izvedli empirično raziskavo, med katero so preučevali učinkovitost javne ponudbe po fiksni ceni, avkcijskega odkupa lastnih delnic in prenosljive prodajne opcije v smislu verjetnosti uspešnosti odkupa, pričakovanih omejitev in pričakovane odkupne cene nad minimalno ceno, ki bi omogočala uspešnost odkupa. Ugotovili so, da je nizozemska avkcija najučinkovitejši način odkupa, sledi pa mu prenosljiva prodajna opcija. Tudi z vidika spremembe vrednosti premoženja med delničarji, ki se odločijo za prodajo, in delničarji, ki tega ne storijo, sta ta dva načina odkupa lastnih delnic boljša, poleg tega pa je nizozemska avkcija tudi boljša zaščita pred sovražnim prevzemom podjetja (Lease, 2000, str. 160).

Podatki kažejo, da v ZDA znesek odkupov lastnih delnic v primerjavi z dividendami v zadnjih 50 letih vseskozi narašča. V začetku 60. let je znesek odkupov lastnih delnic v ZDA prvič presegel milijardo ameriških dolarjev, odkupi pa so precej narasli v 70. letih 20. stoletja. Posebno veliko rast so odkupi lastnih delnic doživeli sredi 80. let, medtem ko se je ta rast v začetku 90. let upočasnila. Zanimivo je, da davčna reforma v ZDA 1986, ki je z davčnega vidika zmanjšala prednost odkupa lastnih delnic pred izplačili dividend, ni povzročila manjše rasti odkupa lastnih delnic. To nakazuje, da davčni vidik v ZDA nima velikega vpliva na odločitve podjetij, ki zadevajo odkupe lastnih delnic, ampak so drug razlogi pomembnejši (Lease, 2000, str. 162).

1. 7. 4 Načrti reinvestiranja dividend

Čeprav v primeru načrtov reinvestiranja ne gre za posebno obliko izplačila dividend, je na tem mestu smiselno omeniti tudi to. V 70. letih so namreč mnoga podjetja izdelala načrte reinvestiranja prejetih dividend s strani delničarjev. Po teh načrtih so delničarji prejete dividende samodejno reinvestirali v delnice istega podjetja. Danes podjetja svojim delničarjem večinoma ponujajo dve vrsti teh načrtov (Brigham, 2002, str. 576).

Nekateri načrti vključujejo le reinvestiranje v že izdane delnice. Pri tem podjetja kupijo delnice na trgu – ponavadi to za ime podjetja opravi investicijska banka –, nato pa je delničarjem omogočen odkup teh delnic. Drugi načrti vključujejo reinvestiranje v novo izdane delnice s strani podjetja. Pri tem se poveča izdani kapital podjetja, podjetja pa delničarjem, ki

se odločijo za ta način reinvestiranja dividend, priznajo določene popuste v primerjavi s tržno ceno delnic (Brigham, 2002, str. 576).

Podjetja, ki tako izvajajo načrte reinvestiranja dividend, lažje ugotovijo smotrnost svoje politike dividend. Ko se namreč veliko delničarjev odloči reinvestirati svoje dividende, lahko to kaže, da je višina dividend previsoka in da bi bilo pametneje dividende znižati (Brigham, 2002, str. 576).

1. 8 VRSTE DIVIDEND

Glede na obdobje izplačila, vsebino in namen lahko ločimo štiri vrste dividend. Najpogostejše so navadne denarne dividende, ki se izplačujejo v naprej določenih rednih časovnih obdobjih, ki so ponavadi mesečna, četrtna, poletna ali letna. Izredne dividende se izplačajo le občasno poleg redne dividende, zato lastniki ne pričakujejo njihovega rednega izplačevanja. Izplačajo jih običajno podjetja, ki ne morejo zagotoviti rednega izplačila takšnih dividend. Posebne dividende se izplačajo le enkrat in so neponovljive. Najredkeje uporabljene so likvidacijske dividende, ki se izplačajo, če podjetje porabi ves zadržani dobiček in če sredstva niso potrebna za vračila upnikom (Horvat, 1997, str. 8).

1. 9 DOLOČANJE VIŠINE DIVIDEND V PRAKSI

Pri načrtovanju politike dividend so ključna vprašanja, ali dividende sploh izplačati, kolikšen delež dobička nameniti zanje in kako stabilne naj bodo dividende. Najpomembnejše je torej oblikovanje politike dividend, ki upošteva kar največ pomembnih dejavnikov in ki se je bo podjetje lahko držalo tudi v prihodnjih letih. Politika dividend podjetja se mora torej skladati z celotno strategijo podjetja, kar pomeni, da mora biti vključena tudi v dolgoročne napovedi poslovanja podjetja. Podjetje, ki svojo politiko dividend oblikuje brez upoštevanja vseh teh dejavnikov, jo posnema od drugih konkurenčnih podjetij in jo večkrat spreminja, nima jasnih ciljev, kaj želi z njo doseči, in se običajno ne zaveda, kakšne so lahko njene posledice. V nadaljevanju so opisani štirje temeljni modeli oblikovanja politike dividend.

Ko se podjetje odloča, kolikšen delež dobička naj izplača v obliki dividend, mora upoštevati dve glavni zakonitosti poslovnih financ. Prvič, da je glavni cilj podjetja povečanje vrednosti lastniškega kapitala, in drugič, da denarni tokovi podjetja pripadajo lastnikom kapitala. Poslovodstvo podjetja mora zato kar najbolj zmanjšati zadržani dobiček, razen če njegovo reinvestiranje prinaša višji donos, kot bi ga vlagatelj dosegli z vlaganjem v projekte z enakim tveganjem. Po drugi strani je kapital, akumuliran iz zadržanih dobičkov, cenejši kot kapital, pridobljen z izdajo novih delnic, kar je tudi vzrok za večje zadrževanje dobičkov (Brigham, 2002, str. 569).

Enaka politika dividend ni primerna za vse vrste podjetij. Podjetja, ki imajo velike denarne tokove in omejene možnosti vlaganja, ker delujejo v zreli panogi, običajno večji delež dobička razdelijo lastnikom v obliki dividend, s čimer privabijo skupino vlagateljev, ki ceni visoke dividende. Druga podjetja ustvarjajo le malo denarnih tokov, vendar rastejo hitreje in ta privabljajo vlagatelje, ki cenijo kapitalske donose. Na splošno izplačujejo podjetja v stabilnih panogah, ki ustvarjajo večje denarne tokove, višje dividende kot podjetja v rastočih panogah. Optimalna politika dividend za posamezno podjetje je tako odvisna predvsem od prednosti vlagateljev glede dividendnega oziroma kapitalskega donosa, investicijskih možnosti podjetja, ciljne strukture kapitala, zmožnosti pridobitve zunanjih virov financiranja in stroškov takega financiranja (Brigham, 2002, str. 569).

1. 9. 1 Politika preostalega dobička

Podjetje, ki določa politiko dividend na osnovi preostalega dobička, lahko v štirih stopnjah določi ciljni delež izplačanih dividend. Najprej določi optimalno višino sredstev in s tem obveznosti do virov sredstev, nato pa glede na to strukturo financiranja določi višino kapitala. Potrebni kapital iz zadržanih dobičkov akumulira do višine, ko je to mogoče, oziroma do dosežene optimalne strukture financiranja, in če obstajajo presežki zadržanih dobičkov, jih izplača v obliki dividend. Dividende po tem modelu lahko izrazimo z naslednjo enačbo (Brigham, 2002, str 569):

$$\text{Dividende} = \text{Čisti dobiček} - [(\text{Delež kapitala v virih sredstev})(\text{Obveznosti do virov sredstev})] \quad (1.23)$$

Cilj politike preostalega dobička je minimiziranje stroškov financiranja podjetja in v tem pogledu strogo zasleduje teorijo poslovnih financ. Podjetje s takšno politiko dividend ohranja želeno kapitalsko strukturo, in dokler podjetje financira nove projekte z zadržanimi dobički in posojili v razmerju, ki predstavlja optimalno strukturo, so mejni stroški financiranja minimalni. Če se mora financirati z izdajanjem novih delnic, začnejo mejni stroški kapitala naraščati (Brigham, 2002, str. 570).

Ker se tako investicijske priložnosti kot dobički med leti spreminjajo pomeni stroga pripadnost temu modelu tudi veliko nihanje višine dividend in s tem zelo nestabilne dividende. Ker želijo vlagatelji stabilne dividende, bo to zviševalo zahtevano stopnjo donosa delnice in posledično zniževalo njeno ceno. Zato bi morala podjetja, ki želijo uporabiti model preostalega dobička, za določanje višine dividend upoštevati naslednje pravilo: oceniti dobiček in investicijske priložnosti za prihodnjih 5 let, na podlagi te napovedi ugotoviti povprečen delež izplačanega dobička in višino dividende za to obdobje ter postaviti ciljni delež izplačanega dobička na višini povprečja (Brigham, 2002, str. 572).

Podjetje lahko tako uporabi ta model za določanje nekega povprečnega deleža izplačanega dobička za dolgoročno obdobje in ne kot neko vodilo za določanje višine dividende v

posameznem letu. Ti modeli se zato uporabljajo za določanje optimalne politike dividend skupaj z modeli za finančno načrtovanje. Pri tem ob vseh napovedih glede prodaje, stroškov, ciljne strukture kapitala določijo tudi napovedi glede dividend. Večje kot so napovedi glede prihodnjega obsega poslovanja, večji so sicer denarni tokovi podjetja, vendar so hkrati višji tudi zahtevani zunanji viri financiranja. Zato veliko podjetij načrtuje dividende v takšni višini, da jim ni treba izdajati novih delnic oziroma ne pridejo iz območja cilje strukture financiranja. Pri tem načinu imajo velike probleme podjetja, katerih poslovanje je ciklično, zato je zanje boljše, da so redne dividende relativno nizke, nato pa jih v uspešnih obdobjih dopolnijo z nekimi izrednimi dividendami (Brigham, 2002, str. 572).

1. 9. 2 Politika nespremenjenih in enakomerno naraščajočih dividend

Poslovanje podjetja se med leti spreminja, kar je posledica tako zunanjih kot notranjih dejavnikov, skladno s tem se skozi obdobja precej spreminjata tudi dobiček in denarni tok podjetja. Če bi podjetje prilagajalo višino izplačanih dividend denarnim tokovom in potrebam po vlaganju sredstev, bi to povzročilo veliko nihanje dividend. Ker nekaterim vlagateljem dividende predstavljajo reden dohodek, ki ga namenjajo tekoči porabi, bi to zanje pomenilo precejšen udarec. Poleg tega bi znižanje dividend in vlaganje teh sredstev v dodatne zmogljivosti na trg poslalo signal slabših obetov prihodnjega poslovanje podjetja, kar bi pomenilo znižanje cene delnice na trgu (Brigham, 2002, str. 567).

Večina finančnikov je mnenja, da je stabilnost dividend zaželena in da vlagatelji bolj cenijo delnice podjetij, katerih dividende so stabilne, od delnic podjetij, katerih višina dividend je sicer v povprečju enaka, vendar so te bolj nestabilne, njihova višina pa bolj niha. To pomeni, da je strošek kapitala najnižji in cena delnice najvišja, če podjetje kar najbolj stabilizira svojo politiko dividend. Pod politiko nespremenjenih in enakomerno naraščajočih dividend razumemo politiko dividend, ki zagotavlja ohranjanje njihove realne višine oziroma njihovo zmerno rast, ki jo podjetje lahko vzdržuje (Brigham, 2002, str. 568).

Razlogov, ki govorijo v prid stabilnim dividendam, je kar nekaj, najpogosteje omenjeni pa so trije. Prvi razlog so finančni načrti delničarjev, ki jih lahko prekrži nepričakovano zmanjšanje dividend. Drugi razlog je uvrstitev podjetja na seznam stabilnih podjetij. Upravitelji investicijskih skladov namreč neradi vlagajo v podjetja, ki nimajo zgodovine izplačila dividend, zato se povpraševanje po delnicah takšnih podjetij na trgu zmanjša. Tretji razlog so pričakovanja delničarjev, ki se oblikujejo tudi na podlagi dividend, ki predstavljajo signal delničarjem o prihodnjih razvojnih možnostih podjetja. Neredno izplačilo dividend tako ustvarja vtis nestabilnega podjetja (Brigham, 2002).

Za vodenje politike stabilnih dividend je bistveno kakovostno finančno načrtovanje, predvsem pri ocenjevanju prihodnjih dobičkov, denarnih tokov in pričakovane inflacije. Uresničitev teh

napovedi je seveda odvisna od splošnih gospodarskih pogojev, česar se zavedajo tudi vlagatelji (Brigham, 2002).

Na pomembnost stabilnih dividend kaže tudi naslednji primer. Do leta 1989 kapitalski dobički v Braziliji niso bili obdavčeni, medtem ko so dividende bile. Od leta 1990 naprej so bili obdavčeni kapitalski dobički, medtem ko so bile dividend neobdavčene, poleg tega so bili vsi subjekti na trgi davčno enako obravnavani. Ker so bile dividende neobdavčene, so postale naenkrat veliko bolj zaželeno, zato bi pričakovali porast izplačila dividend. Kljub temu se to ni zgodilo, kar kaže na težnje poslovodstva po uravnavanih dividendah kljub spremenjenih zunanjim dejavnikom (Lease, 2000, str. 142).

1. 9. 3 Politika enakega deleža izplačanega dobička

V primeru politike enakega deleža izplačanega dobička podjetje vsako leto izplača vnaprej določen delež dobička realiziranega v minulem letu. Ker dobiček podjetja skozi leta običajno niha, je precej spremenljiva tudi višina dividende, kar seveda ni v korist stabilnemu tečaju delnice na trgu. Takšna politika dividend zato vsekakor ni primerna za podjetja z velikim številom delničarjev, saj jih nihanje višine dividend lahko zavede pri ocenjevanju vrednosti delnice oziroma njenega prihodnjega potenciala. Zato je ta model bolj pogost pri manjših podjetjih, kjer delničarji sami oblikujejo takšno politiko dividend in tako sklenejo nek kompromis med sprotnim izplačevanjem dobička in njegovim reinvestiranjem. Kakšno je razmerje med zadržanim in izplačanim dobičkom, je odvisno predvsem od preferenc lastnikov in možnosti nadaljnje rasti podjetja.

1. 9. 4 Politika nizkih rednih in dodatnih dividend

Politika nizkih rednih in dodatnih dividend je primerna predvsem za podjetja, ki so podvržena večjemu poslovnemu in finančnemu tveganju, kar pomeni, da lahko njihov dobiček med leti precej niha. To so predvsem podjetja v izrazito cikličnih panogah, ki želijo nekako vzpostaviti politiko stabilnih dividend. Podjetja s takšno politiko dividend sicer vsako leto izplačajo dividendo, ki je relativno nizka, v letih, ko je dobiček večji oziroma je na razpolago več likvidnih sredstev, pa izplačajo še dodatne dividende, kar zagotavlja prednosti podjetju in delničarjem. Podjetju omogoča svobodnejšo izbiro o tem, koliko dobička bo izplačalo delničarjem, kar povečuje njihovo finančno in investicijsko prilagodljivost ter zmanjšuje likvidnostno tveganje. Takšna politika dividend na drugi strani delničarjem omogoča nek redni dohodek, kar povečuje varnost naložbe, poleg tega izplačilo dodatnih dividend ne vpliva na zvišanje tržne cene delnice, saj delničarji dodatnih izplačil ne pričakujejo ob vsakem prihodnjem izplačilu.

1. 10 ALTERNATIVNE TEORIJE POLITIKE DIVIDEND

Nobena izmed številnih teorij politike dividend, katerih temelji so ekonomska načela, do danes ni uspela pojasniti vzroka za izplačilo dividend. Tudi številne empirične raziskave, narejene na tem področju, niso preveč uspešne pri potrjevanju teh teorij v praksi. Številni avtorji so zato razvijali teorije, ki ne temeljijo na načelih ekonomske teorije, ampak vidijo politiko dividend kot neko orodje, s katerim je mogoče v zavesti vlagateljev povečati privlačnost naložbe v delnice podjetja, s čimer si zagotovijo njihovo lojalnost (Frankfurter, 2003).

Shiller je v svojem delu poudaril pomen socialnih dejavnikov, ki naj bi bili pri odločitvah vlagateljev bistvenega pomena, te dejavnike pa je nemogoče upoštevati pri vrednotenju posameznih delnic (Frankfurter, 2003, str. 168).

Knight je mnenja, da se vlagatelji na kapitalskih trgih ne srečujejo le s tveganji, ampak tudi z negotovostjo, zato si izplačilo dividend razlagajo napačno, to pa lahko na trgu sproži reakcije, ki se v kažejo v praksi. Politika dividend mnogih podjetij je namreč neskladna z načeli maksimiziranja vrednosti premoženja delničarjev in je zato mogoče bolje pojasnjena s psihološkega, sociološkega oziroma vidika obnašanja množice vlagateljev (Frankfurter, 2003, str. 168).

Frankfurter in Lane sta celo mnenja, da so poslovodstva podjetij sposobna razbrati želje delničarjev glede dividend in tako z ustrezno politiko dividend vplivati nanje ter jih nekako omehčati (Frankfurter, 2003, str. 168).

Michel je v svoji raziskavi ugotovil, da je politika dividend podjetja omejena s politiko dividend drugih podjetij v panogi, kar pomeni, da si podjetja znotraj panoge tako konkurirajo. Tako si poslovodstvo zagotovi lastnike, ki bodo do njih veliko bolj prizanesljivi, kot bi bili, če jim politika dividend ne bi ustrezala (Frankfurter, 2003, str. 168).

Shefrin in Statman želje delničarjev po dividendah razlagata s teorijo samokontrole in teorijo izbire v pogojih negotovosti. Pomembnost dividend skušata pojasniti z njihovo informacijsko vlogo, medtem ko so davčni učinki protiargument izplačilu dividend. Dividende in kapitalski dobički po njunem mnenju zaradi pomanjkanja samokontrole niso vedno popolni nadomestki (tudi na popolnem kapitalskem trgu). V finančni teoriji imajo dividende in kapitalski dobički enako vrednost, kar ne velja v realnem svetu, opisanem s teorijo samokontrole (Frankfurter, 2003, str. 170).

Kahneman in Tversky sta prepričana, da dividende vplivajo na porabo delničarjev. Po njunem mnenju prodaja delnic z namenom porabe tega dela premoženja pri delničarjih sproži nek odpor, medtem ko za sredstva, pridobljena iz naslova dividend, tega ne moremo trditi. Tudi morebitno poznejše zvišanje cene delnic, ki so bile prodane z namenom porabe, sproži pri

vlagateljih odpor, da bi to storili tudi v prihodnje. Zato v tem primeru dividende in kapitalski dobički niso popolni nadomestek, višina zelenih dividend pa je skladna z načrtovanimi porabnimi potrebami delničarjev, kar se kaže v visoki povezanosti teh dveh spremenljivk (Frankfurter, 2003, str. 170).

Marsh in Merton sta kot odgovor poslovodstva na pričakovano višino stalnega dobička v prihodnje razvila model racionalnih pričakovanj politike dividend. V raziskavi, ki sta jo izvedla med poslovodstvi podjetij, sta ugotovila, da je poslovodstvo prepričano, da delničarji pričakujejo redna izplačila dividend, da je cena delnice na trgu odvisna od višine dividende in da je višina dividende ključen podatek za vrednotenje delnice. Kljub temu to ne pojasnjuje, zakaj podjetja izplačujejo dividende in zakaj namesto izplačila dividend raje ne »izobrazijo« delničarjev (Frankfurter, 2003, str. 170).

Finančni modeli, s katerimi številni avtorji skušajo pojasniti politiko dividend, torej ne vključujejo psihološkega vidika dividend, kar je eden od glavnih razlogov za njihovo empirično neprepričljivost. S psihološkega vidika dividende in kapitalski dobički niso popolni nadomestki v očeh delničarjev. Vgraditev psiholoških vidikov v modele politike dividend bi lahko bistveno pripomogla k pojasnitvi fenomena politike dividend (Frankfurter, 2003, str. 171).

2 TUJE EMPIRIČNE RAZISKAVE POLITIKE DIVIDEND

Modele, ki so rezultat dosedanjih empiričnih raziskav in skušajo pojasniti politiko dividend s posameznimi dejavniki, lahko v osnovi razvrstimo v dve kategoriji. V prvi so modeli, ki predpostavljajo simetrijo informacij na trgu. Med temi je najbolj znan Lintnerjev model, ki pravi, da je višina dividend v tekočem letu določena z višino minulih dividend podjetja in tekočim dobičkom. V drugi kategoriji so modeli, ki predpostavljajo asimetrijo informacij na trgu, njihov namen pa je testiranje teorije stroškov agentov, teorije prostega denarnega toka, teorije signalov in podobnih teorij (Frankfurter, 2003, str. 107).

2. 1 LINTNERJEVA RAZISKAVA POLITIKE DIVIDEND

2. 1. 1 Lintnerjeva raziskava iz leta 1956

Leta 1956 je Lintner izvedel raziskavo, s katero je želel pojasniti dejavnike, ki vplivajo na politiko dividend ameriških podjetij. Tako je določil 15 dejavnikov, ki bi lahko vplivali na politiko dividend v podjetjih. Izmed 600 podjetij v vzorcu jih je izbral 28 in odgovorne za vodenje politike dividend v njih podrobno izprašal (Lease, 2000, str. 122).

Ugotovil je da se poslovodstvo vseh podjetij zaveda, da delničarji cenijo stabilne dividende in so za to pripravljeni plačati premijo na ceno delnice. Sprememba dividend v smeri zniževanja je nezaželena, zato so dividende povišane le v primeru gotovosti, da bodo take dividende vzdržne tudi v prihodnje. Znižanje dividend je bilo v preteklosti vedno posledica spoznanja, da okoliščine ne bodo omogočale vzdrževanja višine dividend v prihodnjih letih in ne le trenutnega slabšega finančnega položaja, saj je poslovodstvo podjetja nenaklonjeno zniževanju dividend. Poslovodstvo je mnenja, da je ena od njihovih dolžnosti tudi pravična razporeditev dela dobička delničarjem, zato bi morala politika dividend odražati tako zvišanje kot znižanje dobička (Lease, 2000).

Rezultati raziskave kažejo, da imajo napovedi prihodnjih dobičkov ključno vlogo pri sprejemanju odločitev glede politike dividend. Poslovodstvo podjetij je prepričano, da mora imeti trden finančni razlog za spremembo dividend, med temi razlogi pa ima daleč največjo težo dobiček podjetja (Lease, 2000).

Podjetja se ne osredinjajo na spremembo same dividende, temveč na spremembo koeficienta izplačila, ki je razmerje med dividendo na delnico in dobičkom na delnico. Večina podjetij ima nek idealen ciljni delež izplačanega dobička v obliki dividend, kateremu naj bi se podjetja stalno prilagajala, vendar pa naj mu ne bi slepo sledila. Ta delež se giblje med 20 in 80 odstotki, najpogosteje pa znaša 50 odstotkov. Podjetja se k ciljnemu deležu izplačanega dobička prilagajajo z določeno hitrostjo, ki se giblje med eno šestino in eno polovico razlike na leto. Poslovodstvo podjetja izoblikuje ciljni delež izplačanega dobička in hitrost, s katero se približuje temu deležu v daljšem časovnem obdobju, na to pa vplivajo predvsem predvidena prihodnja rast podjetja, ciklično gibanje naložb, potreba po dodatnih finančnih sredstvih in ustvarjeni denarni tokovi podjetja (Lease, 2000).

Dividende so za podjetje osnovnega pomena in jim je podrejena tudi investicijska politika, zato v primeru, ko ima podjetje nezadostna sredstva za nove naložbe, to na dividende vpliva zelo malo¹¹. Pri določitvi višine dividend poslovodstvo podjetja upošteva tekoči dobiček in ciljni delež izplačanega dobička, vendar pri tem upošteva postopno zvišanje oziroma znižanje, ki je odvisno od hitrosti približevanja ciljnemu deležu izplačanega dobička (Lease, 2000).

Lintner je na podlagi ugotovitev razvil matematični model, s katerim je skušal pojasniti oblikovanje politike dividend posameznega podjetja (Lease, 2000, str. 125):

$$\Delta \text{DIV}_{it} = A_i + C_i \times (r_i E_{it} - \text{DIV}_{i(t-1)}) + u_{it} \quad (2.1)$$

Pri tem je:

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

¹¹ V nasprotju z ugotovitvijo Lintnerja je Fama v svoji raziskavi ugotovil neodvisnost med dividendami podjetja in njegovimi naložbami. Te tako niso odvisne od izplačanih dividend podjetja (Lease, 2000, str. 127).

A_i – konstanta,
 C_i – hitrost spreminjanja dividende proti željeni višini,
 r_i – ciljni delež izplačanega dobička,
 E_{it} – dobiček na delnico po davkih v času t ,
 $DIV_{i(t-1)}$ – dividenda v prejšnjem obdobju,
 $u_{i,t}$ – napaka.

Ocenil je, da je povprečna hitrost približevanja dividend k željeni višini (C_i) približno 30 odstotkov na leto in da je konstanta a_i v povprečju pozitivna. Slednje je v skladu z ugotovitvijo, da je sprememba dividend ponavadi enaka nič ali pozitivna, zelo redko pa negativna. Determinacijski koeficient pri testiranju modela je bil 0,85, torej je mogoče kar 85 odstotkov spremembe dividend med leti pojasniti s tem modelom. Konstanta A_i je pozitivna, kar pomeni, da poslovodstvo podjetja nasprotuje zniževanju dividend tudi v obdobju, ko se dobički podjetja znižujejo (Lease, 2000, str. 126).

Model je torej do neke mere uporaben pri določanju prihodnjih dividend na podlagi minulih dividend, ne odgovori pa na vprašanje, zakaj podjetja sploh izplačujejo dividende. Mnogo avtorjev je izvedlo vnovične raziskave o politiki dividend med poslovodstvi podjetij in tako znova testiralo Lintnerjev model in hkrati razvilo še zapletenejše modele, ki pojasnjujejo odločitve v zvezi s politiko dividend v podjetjih. Kljub temu ostaja po več kot štirih desetletjih Lintnerjev model osnovni model, s katerim je mogoče pojasniti politiko dividend posameznega podjetja (Lease, 2000, str. 130).

2. 1. 2 Ponovljena raziskava iz leta 2003

Kljub mnogim empiričnim raziskavam, ki so bile narejene v drugi polovici 20. stoletja, ostaja politika dividend še vedno nerešeno vprašanje. Za izplačilo dividend se namreč odloča vedno manj podjetij in narašča priljubljenost odkupa lastnih delnic, kljub temu pa nekatera podjetja še vedno izplačujejo visoke dividende. Pojavlja se torej vprašanje, zakaj nekatera podjetja dividende nadomeščajo z odkupi lastnih delnic, druga pa ne, in zakaj nekatera podjetja nikoli ne izplačajo dividend. Namen raziskave, ki jo je s svojimi sodelavci izvedel Alon Brav in je bila zaključena v letu 2003, je bil ponovitev Lintnerjeve raziskave iz leta 1956 in ugotoviti, kaj se je spremenilo v zavesti finančnikov v tem času. Poleg tega so zajeli še odkupe lastnih delnic, ki jih Lintnerjeva raziskava ni obravnavala. V ta namen so oblikovali vzorec 384 ameriških podjetij in izvedli obsežne intervjuje s člani njihovih uprav, zadolženih za finance (Brav, 2003, str. 1).

V raziskavi so ugotovili, da poslovodstva močno nasprotujejo zniževanju dividend, da obstaja težnja po uravnavanih dividendah med leti in da je povečanje dividend posledica dolgoročno stabilnih dobičkov. Mnogo podjetij bolj kot povišanje dividend uporablja odkupe lastnih delnic, saj ta način izplačila dela dobička podjetju prinaša večjo prilagodljivost in boljše

možnosti optimiziranja naložb. Poslovodstvo podjetij se odloča za odkupe lastnih delnic takrat, ko ocenjujejo, da so njihove delnice na trgu podcenjene, z odkupi pa tudi povečajo dobiček na delnico. Poslovodstvo verjame, da z odkupi lastnih delnic lahko bolj natančno sledijo dogajanju na trgu in tako izvedejo odkup v trenutku, ki se jim zdi najprimernejši (Brav, 2003, str. 2).

Povečanje dividend in odkupi lastnih delnic podjetja običajno financirajo z denarjem, ki podjetju ostane po zaključenih naložbah in zagotovljeni likvidnostni rezervi. Zanimiv je tudi podatek, da kar 70 odstotkov podjetij, ki še nikoli niso izplačala dividend, teh tudi ne namerava izplačati v prihodnje, medtem ko 50 odstotkov teh podjetij v prihodnje ne namerava odkupovati lastnih delnic. Večina podjetij, ki še ni nikoli izplačala dobička in namerava to storiti v prihodnje, bo to storila v obliki odkupa lastnih delnic (Brav, 2003, str. 2).

Finančniki verjamejo, da si manjši delničarji bolj želijo dividend kot odkupov lastnih delnic, čeprav so dividende v ZDA davčno slabše obravnavane. Nasprotno nimajo institucionalni vlagatelji izoblikovanih želja v prid dividendam oziroma odkupom lastnih delnic. Raziskava je vsaj delno potrdila hipotezo stroškov agentov, hipotezo signala in klientele delničarjev, medtem ko je davčni vidik pri izplačilu dividend drugotnega pomena. Poslovodstva podjetij se sicer zavedajo davčne prednosti odkupa lastnih delnic pred dividendami, še posebno za male delničarje, vendar to dejstvo pri odločitvah o izplačilu dividend oziroma povišanju dividend nima velikega vpliva. To je pokazala tudi raziskava, izvedena februarja leta 2003, ko je Busheva administracija predlagala odpravo obdavčitve dividend. Kar dve tretjini vodstev podjetij sta bili namreč mnenja, da odprava tega davka ne bi vplivala na njihove odločitve glede dividend (Brav, 2003, str. 3).

Raziskava Brava in njegovih sodelavcev je pokazala, da so odločitve, ki zadevajo politiko dividend, še vedno konservativne, enako, kot je ugotovil že Lintner leta 1956. V nekaterih podjetjih bi namreč raje prodali del sredstev, odpustili del zaposlenih oziroma se zadolžili, kot znižali dividende. Dve tretjini raziskovanih podjetij ima višino minulih dividend za dejstvo in ni bistveno vprašanje, ali dividende v tekočem letu izplačati, temveč ali dividende v tekočem letu povišati. Podjetja, ki ne izplačujejo dividend, imajo dividende za zelo neprilagodljive, kar jih odvrča od tega, da bi začeli izplačevati dividende, v nekaterih podjetjih pa bi, če bi lahko še enkrat prvič izplačali dividende, te bile precej nižje kot od sedanjih (Brav, 2003, str. 18).

Raziskava je pokazala tudi, da v nasprotju z ugotovitvami Lintnerja podjetja nimajo več izoblikovanih natančnih ciljev, izraženih kot delež izplačila dobička v obliki dividend. V raziskavi Brava je bilo namreč ugotovljeno, da ima 40 odstotkov podjetij za postavljen cilj višino dividende na delnico, samo 28 odstotkov pa delež izplačanega dobička v obliki dividend. Med preostalimi podjetji jih ima 27 odstotkov za cilj rast dividende na delnico, 13 odstotkov dividendni donos, 6 odstotkov pa nima jasno opredeljenih ciljev. Iz raziskave je torej razvidno, da so se v skoraj pol stoletja cilji, ki jih v svoji politiki dividende zasledujejo ameriška podjetja, precej spremenili (Brav, 2003, str. 18).

Med Lintnerjevo raziskavo so bili odkupi lastnih delnic redke primerne načina izplačila dobička podjetij, zato jih je v svoji raziskavi zanemaril. Zmanjševanje števila podjetij, ki danes izplačujejo dividende, in naraščajoči odkupi lastnih delnic, kažejo, da se je politika dividend od takrat do danes precej spremenila, predvsem v smeri večje prilagodljivosti, saj pri odkupih lastnih delnic ni neke minimalne vsote odkupa, ki ga mora podjetje izvesti vsako leto, če noče čutiti negativnih posledic na tržni vrednosti delnice, kot je to značilno v primeru dividend (Brav, 2003, str. 18).

2. 2 TESTIRANJE TEORIJ ASIMETRIČNOSTI INFORMACIJ V PRAKSI

Politika dividend je pritegnila zanimanje finančnih ekonomistov že pred skoraj sto leti in je predmet številnih teoretičnih modelov in empiričnih raziskav v zadnjih 40 letih. Danes imamo tako številne nasprotujoče si teoretične modele, ki skušajo pojasniti fenomen politike dividend, nobeden izmed njih pa v številnih empiričnih raziskavah nima trdne opore (Frankfurter, 2003, str. 71).

Večina empiričnih raziskav se nanaša predvsem na teorijo prostih denarnih tokov in informacijskega vpliva politike dividend, cilj teh analiz pa je potrditi eno ali drugo teorijo. V nadaljevanju je navedenih nekaj raziskav, ki so razvrščene glede na teorijo, ki so jo skušale dokazati.

2. 2. 1 Teorija informacijskega učinka politike dividend

Empirične raziskave, ki so pojasnjevale teorijo informacijskega učinka politike dividend, kažejo, da imajo znižanja dividend večji učinek na tržno ceno delnice od nepričakovanega zvišanja dividend. Poleg tega dobiček in napoved izplačila dividend z vidika informacijske vrednosti nista popolna nadomestka. Spremembe rednih dividend imajo večjo informacijsko vrednost kot posebne dividende. Poleg tega je informacijska vrednost dividend manjših podjetij višja, saj je za ta podjetja na voljo manj informacij o poslovanju. Čeprav se kaže odvisnost med spremembami politike dividend in tržno ceno delnice podjetja, je ta povezava močna le dolgoročno (Frankfurter, 2003, str. 97).

Zanimiva je ugotovitev DeAngela, ki je v svoji študiji ugotovil, da so dobički podjetij, ki so znižala svoje dividende, narasli v prihodnjih letih. Možna razlaga temelji na dejstvu, da podjetja znižujejo dividende na najnižji točki svoje finančne moči. Kljub različnim rezultatom raziskav večina izmed njih podpira teorijo informacijskih učinkov politike dividend, torej da nepričakovano povišanje dividend napoveduje višjo prihodnjo donosnost podjetja. Kakšna je sprememba cene delnice na trgu, pa je odvisno od informacijske vrednosti politike dividend posameznega podjetja (Frankfurter, 2003, str. 99).

Ofer, Siegel, Healy in Palepu so izvedli raziskavo, v kateri so opazovali spremembe višine dividend podjetij v razmerju do napovedanih dobičkov in poznejših realiziranih dobičkov, in potrdili hipotezo signalov na trgu. Bernartzi, Michaely in Thaler so ugotovili, da je padec dobička manj verjeten pri podjetjih, ki povišajo izplačilo dividend (Travlos, 2001, str. 91).

Namen raziskave, ki so jo izvedli Bradley, Capozza in Seguin, je bil pojasniti vpliv pričakovanih denarnih tokov podjetij na njihovo politiko dividend. Zaradi morebitnih razlik, ki obstajajo v politikah dividend med panogami, so v raziskavo zajeli 75 nepremičninskih skladov¹² med leti 1985 in 1992. Tako so se omejili le na dejavnike, ki v podjetjih določajo politiko dividend, izločili pa so dejavnike, ki vplivajo na politiko dividend v posameznih panogah. Kot kazalnike, ki določajo pričakovano spremenljivost denarnih tokov, so vzeli stopnjo zadolženosti podjetja, njegovo velikost in razpršenost njihovega premoženja. Te dejavnike so nato z metodo faktorske analize združili v eno spremenljivko, ki ponazarja spremenljivost prihodnjih denarnih tokov podjetja. Ugotavljanje povezave med spremenljivostjo denarnih tokov in višino izplačanega dobička v obliki dividend je metoda, s katero so avtorji raziskave skušali potrditi bodisi teorijo stroškov agentov bodisi teorijo informacijskega vpliva politike dividend (Bradley, 1998, str. 1).

Statični rezultati so pokazali izrazito negativno povezanost med spremenljivostjo denarnih tokov in višino dividend. Podjetja z večjo pričakovano spremenljivostjo denarnih tokov¹³ v povprečju izplačujejo nižje dividende. Rezultati raziskave so tako potrdili, da je informacijski učinek politike dividend pomembnejši od učinka dividend na stroške agentov. V podjetjih se torej zavedajo negativnega učinka znižanja dividend na tržno vrednost podjetja, zato v primeru večje spremenljivosti bodočih denarnih tokov določijo nižje dividende že ob prvem izplačilu in se tako izognejo morebitnemu poznejšemu zniževanju dividend. Rezultati raziskave so tudi pokazali vpliv vrste naložb na politiko dividend, kar kaže na povezanost investicijskih odločitev z odločitvami, ki se tičejo politike dividend. Kljub temu je treba opozoriti, da se raziskava nanaša le na eno panogo, kar pomeni, da ne moremo posploševati ugotovitev (Bradley, 1998, str. 3).

Nekateri avtorji v svojih raziskavah večjo pozornost namenjajo nepričakovanim spremembam dividend. Na trgu se namreč oblikujejo določena pričakovanja glede prihodnjih dividend posameznega podjetja, v skladu s temi pričakovanju pa se oblikuje tudi cena delnice. Če podjetje izplača dividende v skladu s pričakovanji, to ne bi smelo vplivati na ceno delnice podjetja na trgu. Zato je z vidika ugotavljanja vpliva dividend na tržno vrednost podjetja bolj pomembno, koliko dejanska dividenda odstopa od pričakovane. Ti avtorji zato v svojih

¹² V skladu z ameriško zakonodajo so nepremičninski skladi (ang. Real Estate Investment Trusts – REITS) oproščeni davkov od dobička pod pogojem, da je njihova dejavnost omejena na nakupe, prodaje in vzdrževanje nepremičnin ter da izplačajo najmanj 95 odstotkov realiziranega dobička v obliki dividend. Na prvi pogled zadnja omejitev zmanjšuje smiselnost raziskave, vendar je ta pogoj v praksi precej manj omejujoč. Stroški amortizacije namreč omogočajo, da so denarni tokovi precej višji od dobičkov, kar omogoča poslovodstvu precej več svobode pri oblikovanju politike dividend. Tako so dividende v raziskavo zajetih podjetij v povprečju dosegale dvakratno višino dobičkov, kar pomeni, da pogoj kratkoročno ni preveč omejevalen.

¹³ To so predvsem podjetja z višjo stopnjo zadolženosti, manjša podjetja in tista, ki imajo nerazpršene naložbe.

raziskavah uporabljajo model pričakovanih dividend. Ena od težav teh raziskav je, da podjetja nerada spreminjajo višino svojih dividend. Aharony in Swary sta v svoji raziskavi ugotovila, da kar 87 odstotkov podjetij v ZDA ne spreminja višine svojih četrletnih dividend (George, 2003, str. 2).

Vpliv napovedi izplačila dividend na vrednost delnice na trgu se kaže v donosih, ki odstopajo od nekih povprečnih delniških donosov. Izračun nadpovprečnega donosa delnice pred napovedjo prvega izplačila dividend in po objavi te napovedi nam lahko pove, kako močan je vpliv napovedi izplačila dividend na ceno delnice na trgu. Kane, Lee in Marcus so v svoji študiji z uporabo modela CAPM¹⁴ ugotovili, da vodi objava višine dobička in dividend, ki presega pričakovanja za 1 odstotek, do povečanja cene delnice na trgu v višini 7 odstotkov (George, 2003, str. 3).

Datta in Dhillon sta v svoji raziskavi ugotovila, da nepričakovano povišanje dividend podjetja ne vpliva pozitivno le na ceno lastniškega kapitala podjetja, pač pa tudi na ceno dolžniškega kapitala. To pomeni, da politika dividend omogoča poslovodstvu podjetja dajanje signalov tudi na trg obveznic. Lastniki obveznic imajo tako nepričakovano povišanje dividend za dobre obete v prihodnje, kar zmanjša tveganje izdanih obveznic, to pa pozitivno vpliva na njihovo ceno na trgu (George, 2003, str. 3).

Joseph Aharony in Itzhak Swary sta v svoji raziskavi ugotavljala, ali imajo napovedi višine dividend večjo informacijsko vrednost kot napovedi o višini dobička. Ugotovila sta pozitivno povezavo med spremembami dividend in spremembami cen delnic na trgu, poleg tega pa spremembe višine dividend pošljejo na trg dodatne informacije poleg tistih, ki jih na trg pošlje podjetje z objavo napovedane višine dobička (George, 2003, str. 4).

Stephen H. Penman v svoji raziskavi ugotavlja, da z napovedmi dobička in dividend podjetje pošlje potencialnim vlagateljem pričakovanja prihodnjih dobičkov, te napovedi pa so lahko bolj ali manj prepričljive. Po njegovem mnenju samo ena ali druga napoved nima zadostne kredibilnosti, da bi vplivala na spremembo vrednosti delnice, medtem ko lahko to potrdimo za obe napovedi skupaj. Ross Watts je v svoji raziskavi ugotovil, da višina izplačanih dividend podjetja ni povezana in ne more napovedati prihodnjega poslovanja podjetja (George, 2003, str. 5).

Patricia A. Ryan, Scott Besley in Hei Wai Lee so izvedli študijo, katere namen je bil potrditi hipotezo informacijskega učinka politike dividend in hipotezo prostega denarnega toka ter določiti, katera teorija bolje pojasni vpliv politike dividend na tržno ceno delnice na primeru podjetij NASDAQ. V analizi je zajeto časovno obdobje med leti 1976 in 1991, ko so bila podjetja, ki so kotirala na NASDAQ-u, relativno majhna in tudi njihove javne objave so bile skromnejše v primerjavi z drugimi podjetji, kar zvišuje vrednost signalov v obliki dividend na

¹⁴ CAPM – Capital Assets Pricing Model je model za ugotavljanje zahtevane stopnje donosnosti delnice in je med vsemi modeli v praksi uporabljen najpogosteje.

trgu. Kot večina drugih raziskav, narejenih na vzorcu drugih podjetij, je tudi ta potrdila hipotezo informacijskega učinka politike dividend – hipoteza prostega denarnega toka je pomembna, ko se v podjetjih oblikuje politiko dividend, vendar pa je njena potrditev precej omejena (Ryan, 2000, str. 42).

Rezultati vrste empiričnih raziskav, ki so obravnavale informacijski učinek politike dividend, so bolj ali manj nejasni. Nekatere raziskave kažejo pozitivno povezavo med nepričakovanim porastom višine dividend in ceno delnice na trgu, nekaterim tega ni uspelo dokazati, nekateri pa kot oviro omenjajo transakcijske stroške, ki onemogoča reagiranje cene delnice na trgu na nepričakovane spremembe politike dividend. Nekateri so mnenja, da so učinki objave rezultatov poslovanja podjetja in višine dividend nejasni, neskladnost rezultatov mnogih raziskav pa je lahko tudi posledica izbire podatkov, načina vzorčenja, izbire analitične metode ter nepravilnosti v modelih (Frankfurter, 2003, str. 93).

2. 2. 2 Teorija stroškov agentov in teorija prostega denarnega toka

Na podlagi svojih empiričnih raziskav je Rozeff določil tri bistvene značilnosti politike dividend. Prva značilnost je, da hitro rastoča podjetja izplačujejo nižje dividende, saj višje naložbe zahtevajo precejšnja finančna sredstva. Druga značilnost pravi, da podjetja z višjim tveganjem glede na celotni trg¹⁵ oziroma večjo zadolženostjo izplačujejo nižje dividende, tretja značilnost pa je, da podjetja, v katerih imajo notranji lastniki majhen delež in kjer je veliko zunanjih lastnikov, izplačujejo visoke dividende. Ti rezultati kažejo, da politika dividend vpliva na stroške agentov, saj za del nadzora nad podjetjem poskrbijo dividende (Frankfurter, 2003, str. 101).

Čeprav imata tako teorija stroškov agentov kot tudi teorija prostega denarnega toka v empiričnih raziskavah določeno podporo, te bolj podpirajo slednjo (Frankfurter, 2003, str. 102). To sta ugotavljala tudi Eckbo in Verma, ki sta raziskovala odvisnost politike dividend od koncentracije lastništva v kanadskih podjetjih. Rezultati njune analize kažejo, da podjetja v lasti institucionalnih vlagateljev plačujejo višje dividende od podjetij v lasti poslovodstva, kar je v skladu s teorijo prostih denarnih tokov. Politika dividend tako kaže relativno moč večinskih delničarjev družbe (Lease, 2000, str. 149).

2. 2. 3 Sklep opisanih empiričnih ugotovitev

Rezultati mnogih empiričnih raziskav, ki so jih predvsem v ZDA izvedli številni avtorji, se med seboj bolj ali manj razlikujejo. Glavni vzrok za razlike je predvsem v tem, da je praktično nemogoče izločiti vplive, ki niso predmet raziskave. Gospodarska rast,

¹⁵ Tveganje, ki ga prispeva delnica nekega podjetja k tržnemu portfelju, je v poslovnih financah izraženo s koeficientom beta.

nezaposlenost, inflacija, devizni tečaj so dejavniki, ki se tičejo vseh podjetij, poleg tega so pomembni še dejavniki, kot so stopnja konkurenčnosti, tehnološke spremembe ... Te dejavnike je v takšnih raziskavah težko izločiti, zato so rezultati posameznih raziskav precej različni (Frankfurter, 2003).

Iskanje splošne oziroma optimalne politike dividend je nerešljiva uganka teorije poslovnih financ. Dividende so lepljive, saj jih v podjetjih neradi spreminjajo, predvsem v smeri zniževanja. Tržne nepravilnosti so dejavnik, ki onemogoča ugotavljanje dejavnikov, ki vplivajo na izplačevanje dividend. Poleg tega različen odnos do politike dividend znotraj posameznih podjetij onemogoča potrditve glavnih teorij politike dividend v praksi (Frankfurter, 2003, str. 154).

Večina empiričnih raziskav potrjuje hipotezo, da je donos delnic, ki prinašajo dividende, višji zato, da izniči večjo davčno obveznost imetnika te delnice. Dividende sicer omogočajo razkritja določenih informacij trgu, toda izplačilo dividend v ta namen ne pojasnjuje, zakaj podjetja dividende sploh izplačujejo. Poleg tega so signali, ki jih povzročajo izplačilo dividend, velikokrat nejasni, dividende, ki bi jih izplačevala podjetja v ta namen, pa bi morale biti nizke in le občasne, kar se praksi ne potrjuje. Fenomena dividend, kot jih poznamo danes, torej v splošnem ni mogoče razložiti z nekimi dejavniki racionalnega obnašanja podjetij in delničarjev, zato jih lahko pojasnimo predvsem s tveganju nenaklonjenimi delničarji, stroški, povezanimi z likvidacijo podjetja, stroški agentov in prenosom informacij (Frankfurter, 2003, str. 154).

Teoretični modeli niso sposobni pojasniti vzrokov za izplačilo dividend, saj že v osnovi ne upoštevajo same narave dividend. Neprestano izplačevanje dividend nekaterih podjetij je namreč v prvi vrsti pogojeno z zgodovinsko tradicijo podjetja, ki je na razvitih finančnih trgih posledica 300-letnega izplačevanja dividend. Poleg tega obstaja tudi prepričanje, da je izplačevanje dividend v praksi nekaterih podjetij urejeno z navidezno pogodbo med poslovodstvom podjetja in njegovimi lastniki, kar pomeni, da poslovodstvo tudi iz lastnih interesov te tradicije ne prekine (Frankfurter, 2003, str. 154).

Modeli politike dividend tako ignorirajo vedenjske in socialno-ekonomske vplive na poslovodstva in lastnike podjetij. Ob neupoštevanju teh dejavnikov je željo po dividendah težko razložiti drugače kot z iracionalnim obnašanjem lastnikov. Na politiko dividend vplivajo podobni dejavniki kot na ceno delnice podjetja na trgu, saj je tudi poslovodstvo, ki odloča o izplačilu dividend pod vplivom različnih vedenjskih in socialnih dejavnikov. Šele kombinacija moderne finančne teorije ter vedenjskih in psiholoških dejavnikov bo omogočila skladno pojasnitev fenomena politike dividend (Frankfurter, 2003, str. 154).

2. 3 PRIMERJAVA POLITIKE DIVIDEND V RAZVITIH FINANČNIH SISTEMIH IN RAZVIJAJOČIH SE SISTEMIH

Politika dividend podjetja je odvisna od številnih dejavnikov, ki jih v osnovi lahko razdelimo na notranje in zunanje. Medtem ko so notranji dejavniki posledica posebnosti posameznega podjetja, so zunanji dejavniki posledica gospodarskega okolja, v katerem posluje podjetje. Ker je namen tega dela opisati razlike v politiki dividend, ki so v splošnem opazne med različnimi gospodarskimi okolji, sem se v nadaljevanju osredotočil predvsem na zunanje dejavnike. Poslovno okolje v različnih gospodarstvih se namreč bolj ali manj razlikuje bodisi zaradi razlik v zakonodaji, raznih omejitvah ter različnega pogleda na podjetniški sektor, ki je predvsem posledica zgodovinskih dejavnikov, vse to pa vpliva na različne poglede na politiko dividend med posameznimi gospodarskimi okolji. V nadaljevanju poglavja so opisani pglavitni vzroki za razlike v politiki dividend med posameznimi gospodarskimi območji in posledice, ki se kažejo v razlikah v politiki dividend.

2. 3. 1 Vzroki za razlike v politiki dividend

Vzroki za razlike v politiki dividend na eni strani izvirajo iz različnih pogledov delničarjev, torej skupine deležnikov podjetja, katerim so namenjene dividende, na drugi strani pa so vzroki različni pogledi poslovođstev na dividende, torej tistih, ki jim izplačilo dividend mnogokrat povzroča težave. Ravnanje obeh skupin je v večji ali manjši meri pogojeno z institucionalnim okoljem, ki predstavlja tretjo skupino dejavnikov, ki imajo vpliv na izplačilo dividend.

2. 3. 1. 1 Vpliv različnih pogledov delničarjev na politiko dividend

Možni dejavniki, ki vplivajo na politiko dividend v posameznih državah, lahko izvirajo iz različnih potencialov rasti posameznega gospodarstva in različne davčne obravnave dividend. Posledica teh dveh dejavnikov je različen odnos delničarjev do politike dividend v posameznih gospodarskih okoljih (Glen, 1995, str. 5).

Potencial rasti

Zadržan dobiček podjetja je namenjen reinvestiranju in predstavlja potencial za višje dobičke v prihodnosti, zato so delničarji pod določenimi pogoji pripravljeni sprejeti nižje sedanje dividende v korist višje prihodnje rasti podjetja. Majhne sedanje dividende so zato možno znamenje, da delničarji verjamejo v visoke stopnje rasti v prihodnje. Pričakovanja glede prihodnje rasti podjetja se kažejo v razmerju med ceno delnice in dobičkom na delnico¹⁶ –

¹⁶ Razmerje med ceno delnice in dobičkom na delnico je v praksi znano kot kazalnik mnogokratnika dobička (ang. P/E), ki ga finančni analitiki najpogosteje uporabljajo za primerjalno vrednotenje delnice.

višje kot je to razmerje, višje so pričakovane rasti v prihodnosti. Dokler so obeti glede prihodnjih rasti dobri, so se delničarji pripravljani odpovedati današnjim dividendam v korist višjih kapitalskih donosov. Raziskave kažejo, da je pri podjetjih z visokimi dividendnimi donosi to razmerje nizko, vendar je treba biti pazljiv, saj je dobiček računovodska kategorija, odvisna od računovodskih standardov, sprejetih v posamezni državi, kar lahko popači primerjavo med posameznimi državami. Ker so pričakovanja in potenciali rasti v razvijajočih se državah višji, so se delničarji v teh državah pripravljani odpovedati visokim dividendam, zato so dividende v teh državah nižje (Glen, 1995, str. 5).

Davki

Različna davčna obremenitev dividend in kapitalskih dobičkov lahko povzroči različne preference delničarjev. Kapitalski dobički v nekaterih državah sploh niso obdavčeni, v nekaterih državah pa je bil davek uveden šele pred kratkim. Kanada je tako uvedla davek na kapitalski dobiček leta 1971, Japonska 1988, Izrael pa 1994, vendar so bili pritiski javnosti preveliki in so ga ukinili leto dni pozneje. Nasprotno so bili kapitalski dobički v ZDA obdavčeni že od začetka 20. stoletja, vendar se je njihova davčna obravnava v primerjavi z obdavčenjem dividend spreminjala skozi čas, saj je bila do leta 1986 obremenitev kapitalskih dobičkov v ZDA višja kot davčna obremenitev dividend. Podobno kot davčna obravnava kapitalskih dobičkov se tudi davčna obravnava dividend med državami močno razlikuje (Lease, 2000, str. 138).

Nekaj študij je sicer potrdilo, da so imele delnice z visokim dividendnim donosom nižjo stopnjo donosa pred davki, kar potrjuje vpliv davkov, vendar so druge študije to zavrnilo. Tudi empirične raziskave v razvijajočih se državah so pokazale, da davki ne vplivajo na višino dividend (Glen, 1995, str. 6).

Neposredni vpliv delničarjev na politiko dividend

Podjetja se med seboj razlikujejo tako po velikosti kot po načinu ustanovitve. Nekatera družinska podjetja z rastjo postanejo javna, vendar so družinski lastniki še vedno ključni, zato politiko dividend teh podjetij lahko vodijo tudi potrebe ustanoviteljev po denarju. Odnosi do delničarjev tako niso osnovna skrb takih podjetij. Podjetja, ki so organizirana kot holdinške družbe, imajo centralno vodeno politiko dividend, hčerinska podjetja so zato dolžna del dobička izplačati matičnemu podjetju, ki na koncu odloča o razporeditvi dobička glede na kapitalske potrebe in možne druge vire financiranja (Glen, 1995, str. 11).

Institucionalni vlagatelji velikokrat igrajo pomembno vlogo na trgih v razvoju, kar je razvidno iz primera pokojninskih skladov v Južni Ameriki, katerih investicijska politika zakonsko predpisana. Ko vrednost naložbe teh skladov v posamezno podjetje doseže zgornji zakonski prag, izražen kot delež v celotnem portfelju, upravljavci teh skladov niso zainteresirani za izplačilo dividend v teh podjetjih, saj jih ne bi mogli reinvestirati v iste vrednostne papirje,

zato imajo rajši kapitalske donose. To je vzrok, da skušajo nekateri skladi omejevati izplačila dividend, poleg tega s tem tudi odložijo plačilo davka na kapitalski dobiček (Glen, 1995, str. 12).

Mnenja o tem, katere vrste lastniki se najbolj zavzemajo za izplačilo dividend, so v finančnih krogih deljena. Mnogi so prepričani, da si domači mali delničarji in tudi institucionalni lastniki želijo predvsem rast dobičkov podjetja, zato se zavzemajo za reinvestiranje ustvarjenih dobičkov. Tako se je nekako ustvarilo mnenje, da se za izplačila dividend zavzemajo predvsem tuji delničarji. Tuji analitiki so ponavadi res zainteresirani za dividende podjetij v razvijajočih se državah, kljub temu se ti trgi smatrajo kot nek potencial, na katerih je bolj pomembna dolgoročna rast kot izplačilo sedanjih dobičkov. Drugače je v primeru vstopa tujih večnacionalnih podjetij v lokalna podjetja, saj se običajno v tem primeru tuji lastniki zavzemajo za izplačila dividend v podružnicah, ta sredstva pa potem centrala družbe razdeli po načelu največje donosnosti. Na splošno je posploševanje zahtev po dividendah posamezne skupine delničarjev zelo težko, saj ostajajo vplivi na odločitve delničarji glede sedanjih dividend oziroma prihodnjih rasti nejasni (Glen, 1955, str. 13).

2. 3. 1. 2 Vpliv različnih pogledov poslovdstev podjetij na politiko dividend

Poslovodstvo podjetja mora pri vodenju politike dividend upoštevati predvsem njen vpliv na strukturo finančnih virov, višino likvidnih sredstev in informacije na trgu o poslovanju podjetja. Odnos poslovdstva do politike dividend v posameznih gospodarskih okoljih je zato odvisen predvsem od stopnje investicijske dejavnosti gospodarstva, dostopa do finančnih sredstev in odzivnosti vlagateljev na spremembe v politiki dividend.

Investicijske priložnosti

Z naraščanjem obsega investicijskih priložnosti in višanjem pričakovane donosnosti naložb se veča tudi njihov obseg, saj vsako podjetje želi vlagati in s tem povečati donosnost svojega kapitala oziroma zadržanih dobičkov. Politike dividend med državami v podobnih fazah gospodarskih ciklov bi morale biti zato precej podobne. Kljub temu je treba upoštevati tudi druge dejavnike, kar kaže tudi naslednji primer (Glen, 1995, str. 214).

Povprečni delež izplačanega dobička se je na Tajskem med leti 1986 in 1994 zniževal, medtem ko se je v Čilu zviševal, čeprav sta v tem obdobju obe državi dosegali visoke stopnje gospodarske rasti in se odprli tujim vlagateljem. Razlika je bila v tem, da se je na začetku tega obdobja čilsko gospodarstvo opomoglo po gospodarski recesiji, zato so podjetja med velikimi vlaganji izplačevala nižje dividende. V procesu lastninskega preoblikovanja je bil nakup mnogih podjetij financiran z zadolževanjem, ki ga je zasebnim lastnikom omogočila vlada. Ko je ta dolg zapadel, so delničarji zahtevali višje dividende za vračilo najetih dolgov. Podjetja v zasebnih rokah so se razlikovala od državnih po višji učinkovitosti in s tem dobičkonosnosti, kar jim je omogočalo izplačilo višjih dividend. Ko je gospodarstvo postalo

bolj odprto tudi za portfeljske vlagatelje, so čilska podjetja dobila boljši dostop do mednarodnih finančnih virov, kar je povečalo izplačilo dividend domačim delničarjem. Na Tajskem so v 80. letih dobički podjetij močno naraščali in poslovodstvo podjetij je v dogovoru z lastniki, ki so prav tako pričakovali visoke rasti, zviševalo dividende po nižji stopnji rasti, kot so rasli dobički. Z letom 1991 je bilo obdobje visoke rasti dobičkov mimo in izplačila so bila prilagojena nekoliko navzgor v skladu s takratnimi dogajanjem (Glen, 1995, str. 14).

Podjetje, ki ima boljše investicijske priložnosti, naj bi torej raje zadržalo dobiček, kot ga izplačalo v obliki dividend. Narejena je bila empirična v raziskava osmih državah v razvoju, kot kazalec rasti pa je bila upoštevana rast dobičkov. Ugotovljena je bila pozitivna povezava med rastjo in deležem izplačanega dobička v šestih državah. Podjetja z večjo rastjo dobičkov presenetljivo zadržijo manjši delež dobička kot nižje rastoča podjetja. Pri uporabi rasti kapitala kot kazalcu rasti podjetja so bili rezultati mešani. Ugotovljena je bila pozitivna povezava med rastjo in zadržanimi dobički v štirih državah in negativna v preostalih štirih. Rezultati niso statistično značilni in kažejo na šibko povezavo med rastjo in politiko dividend. Priložnost rasti je torej nezadosten razlog za pojasnjevanje politike dividend. To pojasnjujejo tudi posamezni primeri, saj nekatera podjetja v hitro rastočih panogah izplačujejo visoke dividende na zahtevo delničarjev kljub njihovim potrebam po dodatnem kapitalu za financiranje rasti (Glen, 1995, str. 18).

Zadržani dobiček kot vir financiranja

Zadržani dobiček predstavlja relativno poceni vir financiranja¹⁷, zato je pričakovati, da bo poslovodstvo podjetja ta vir izkoristilo v skladu z zahtevami delničarjev in drugimi institucionalnimi omejitvami. To pokaže odnos med zadržanimi dobički kot virom financiranja novih naložb in deležem dobička, izplačanim v obliki dividend. Raziskava, opravljena na razvijajočih se kapitalskih trgih, je pokazala, da je ta povezava pozitivna. V državah, kjer je velik delež dobička izplačan v obliki dividend, zadržani dobički predstavljajo velik delež celotne naložbe in podjetja financirajo manjši delež naložb z zunanjimi viri. To je v skladu s hipotezo, da so zadržani dobički prednostni vir financiranja in podjetja, ki potrebujejo kapital za naložbe, zadržijo več dobička. Izplačilo visokih dividend kaže na pomanjkanje investicijskih priložnosti, saj lahko te naložbe financirajo iz zadržanih dobičkov (Glen, 1995, str. 16).

Na stopnjo zadržanega dobička vpliva tudi razpoložljivost alternativnih virov financiranja. Bolj ko postajajo zunanji viri dostopni, večja je želja podjetja po njihovem izkoriščanju. Težko je izmeriti stopnjo razvitosti finančnega trga. Število podjetij na borzi, promet in tržna

¹⁷ Stroški lastniškega kapitala so običajno sicer višji od dolžniškega, ker je zahtevana stopnja donosa na lastniški kapital višja kot zahtevane stopnje donosa dolžniških instrumentov ob nespremenjenih drugih pogojih. Ker se strošek lastniškega kapitala računovodsko ne izkazuje in ker zadržani dobiček ne povzroča stroškov, kot jih povzročajo izdaja dodatnega lastniškega kapitala ali zadolžitve, je zadržani dobiček najcenejši vir financiranja, njegova uporaba pa zvišuje računovodski dobiček podjetja, medtem ko se ekonomski dobiček lahko tudi zniža.

koncentracija so nekateri kazalci stopnje razvitosti finančnega trga, vendar nobeden ne nudi celotne slike. Eden od kazalcev je tržna kapitalizacija glede na bruto družbeni proizvod, ki kaže na relativno globino trga. Podjetja v državah z manjšo razvitostjo kapitalskega trga naj bi tako izplačevala nižje dividende, saj je nižja razvitost kapitalskih trgov vzrok, da je zadržani dobiček pomemben vir financiranja podjetij (Glen, 1995, str. 16).

Podjetja naj bi tako najprej izrabila najcenejši vir financiranja in to je zadržani dobiček. V resnici podjetja v razvijajočih se državah pogosto povečujejo zunanji kapital istočasno med izplačevanjem visokih dividend delničarjem. Za primer naj navedem Turčijo, kjer so podjetja dolžna izplačevati polovico dobička v obliki dividend. Zato mnoga podjetja objavljajo dividende hkrati z objavo dokapitalizacije. Ker obstaja nevarnost, da se položaj obstoječih delničarjev v kapitalu zmanjšuje, so ti nekako zavezani k nakupu novih delnic, ki jih plačajo s prejetimi dividendami (Glen, 1995, str. 16).

Uravnavanje višine dividend med leti

Uravnavanje dividend je dejstvo, značilno za podjetja na razvitih finančnih trgih, medtem ko je ta način določanja višine dividend manj značilen za podjetja v razvijajočih se državah. V mnogih državah poslovodstvo prevzame nek ciljni delež izplačanega dobička in nato skušajo vzdrževati višino dividend v skladu s tem deležem ne glede na kratkoročna nihanja v dobičkih. Tako je pri nekaterih podjetjih vidno nihanje dividend med leti in ukinjanje dividend v letih, ko dobiček pade. Podjetja tako sledijo nekemu deležu izplačanega dobička, vendar se tudi ta z leti spreminja (Glen, 1995, str. 19).

2. 3. 1. 3 Vpliv dejavnikov okolja

Agregatni podatki in podatki na ravni podjetja nam nudijo določene ugotovitve glede politike dividend, vendar ne nudijo zadostne razlage, zakaj take razlike obstajajo in kako posamezno podjetje določi svojo politiko. Zato je treba na politiko dividend pogledati tudi z makroekonomskega stališča z namenom identifikacije dejavnikov iz okolja, ki so pomembni pri odločitvah, ki zadevajo dividende. Tu mislimo predvsem na zakonske omejitve, davke in računovodski sistem kot dejavnike, ki vplivajo na politiko dividend podjetja.

Zakonske omejitve

Mnoge države so sprejele določene zakonske določbe, ki se dotikajo politike dividend, predvsem z namenom zaščite interesov manjšinskih delničarjev in upnikov. Na splošno so podjetja obvezana k plačilu dividend iz akumuliranih dobičkov. V primeru bank so mnoge države sprejele smernice Banke za mednarodne poravnave, ki se dotikajo smernic kapitalske ustreznosti bank in ki določajo, da se dividende ne morejo izplačati pred dosego nekega nivoja akumuliranega kapitala (Glen, 1995, str. 20).

Vlade so v nekaterih državah storile še korak naprej pri zaščiti delničarjev in vzpodbujanju vlaganja v lastniške vrednostne papirje tako, da so določile minimalno višino dividend, ki jo morajo upoštevati javna podjetja. V Čilu morajo na primer tako podjetja izplačati najmanj 30 odstotkov dobička, razen če delničarji določijo drugače. V Turčiji morajo podjetja izplačati več kot 50 odstotkov dobička ali 20 odstotkov vplačanega kapitala, toda ni jim treba plačati več kot 75 odstotkov dobička. Ta določila onemogočajo poslovodstvu zadrževanje prevelikih dobičkov. V Braziliji in Turčiji so podjetja zavezana izplačevati minimalne dividende, podjetja pa so v pogojih visoke inflacije z zavlačevanjem izplačila zniževala realno vrednost dividend. V nekaterih podjetjih, kjer je država lastnik, je uvedla omejitve na dividende, da bi tako zaščitila svoje lastne interese. Na Filipinih država v podjetjih, kjer je lastnik, zahteva, da se polovica dobička izplača v obliki dividend. V nekaterih državah omejujejo dividende z namenom, da denar ne odteka v tujino (Glen, 1995, str. 21).

Podjetja v državah z večjo zakonsko zaščito plačujejo v povprečju višje dividende. Poleg tega hitreje rastoča podjetja v teh državah plačujejo nižje dividende od počasneje rastočih podjetij. Vzrok za to je večja zakonska zaščita delničarjev in so zato pripravljene čakati na prihodnje dividende, če imajo podjetja ugodne investicijske priložnosti. V državah s slabšo zakonsko zaščito delničarjev pa ti zahtevajo dividende v vsakem primeru, ko obstaja možnost za njihovo izplačilo. Vse boljša pravna zaščita delničarjev v razvijajočih se državah je tako lahko vzrok za upad dividendnih donosov v teh okoljih (Lease, 2000, str. 138).

Davčni sistem

Agregatni podatki so pokazali majhen vpliv davčnega sistema na višino dividend. Kljub temu davčne določbe igrajo pomembno vlogo pri politiki dividend nekaterih podjetij. Če so dividende podvržene visokim davkom za tujce in če obstajajo mnoge investicijske priložnosti, se podjetja v takih okoljih ne odločajo za izplačila dividend. Nekateri primeri kažejo, da bi podjetja začela izplačevati dividende, če bi bili takšni davki odpravljeni (Glen, 1995, str. 21).

Računovodski standardi in inflacija

Značilnosti računovodskega sistema posamezne države vplivajo na izplačane dividende. V večini držav je izplačilo dividend omejeno z višino doseženega dobička, ki je ugotovljen na podlagi računovodskih standardov, sprejetih v posamezni državi. Bolj so računovodski standardi konservativni, manjši je izkazani dobiček podjetja in s tem izplačane dividende, kar kaže primer Čila. Računovodski standardi tamkajšnjim podjetjem omogočajo visoko amortizacijo sredstev, kar znižuje dobiček, zato je denarni tok podjetja precej višji od dobička. Nekatera podjetja so tako sposobna izplačevati 100 odstotkov dobička in kljub temu zadržati dovolj denarja za financiranje obratnega kapitala (Glen, 1995, str. 22).

Inflacija ima lahko prav tako vpliv na politiko dividend, ki je povezana s sprejetimi računovodskimi standardi. Primer je Turčija, kjer so v minulih letih imeli od 50- do 70-

odstotno inflacijo. Računovodski standardi so omogočali revalorizacijo le nekaterih sredstev podjetja, zemlja pa je bila pri tem izključena. Posledica tega je, da je dobiček precenjen, zato poslovodstvo uporablja različne prijeme za njegovo znižanje z namenom znižanja davčnih obveznosti. To povzroča tudi znižanje dividend, ki so vezane na izkazane dobičke. Rezultat vsakoletnega določanja vrednosti stalnih sredstev z namenom upoštevanja inflacije je revalorizacijski izid. Podjetja v Turčiji lahko izdajajo bonus delnice na račun tega, kar se šteje kot dividenda v obliki delnic. To nima realnega vpliva, poveča se le kapital podjetja, in sicer za višino izdanih delnic, nove delnice pa znižujejo ceno obstoječih delnic na trgu (Glen, 1995, str. 23).

2. 3. 2 Razlike v politiki dividend

2. 3. 2. 1 Značilnosti politike dividend

Empirične raziskave kažejo, da se politika dividend na razvitih kapitalskih trgih in razvijajočih se kapitalskih trgih razlikuje. Ena od razlik je v tem, da dajejo glavni poudarek na razvijajočih se trgih deležu izplačila dobička podjetja v obliki dividend, medtem ko je sama višina dividend manj pomembna. Rezultat tega je nestanovitna višina dividend na teh trgih. Poleg tega postajajo dividende pomembnejše z večjim odprtjem teh trgov tujcem. Poslovodstva podjetij dajejo večji poudarek oblikovanju optimalne politike dividend, hkrati pa večji poudarek na politiko dividend izzovejo tudi vlade teh držav, ki skušajo z različnimi zakonskimi omejitvami zaščititi manjšinske delničarje in posojilodajalce, s tem ko postavljajo različne omejitve pri politiki dividend (Glen, 1995, str. 24).

Politika dividend v ZDA in preostalih državah z razvitimi finančnimi trgi

Večina dosedanjih empiričnih raziskav na temo politike dividend se nanaša le na podjetja, ki izplačujejo dividende, medtem ko raziskav, ki bi obravnavale tudi podjetja, ki ne izplačujejo dividend, skoraj ni. Tudi to se sicer spreminja, saj je na razvitih finančnih trgih vedno več podjetij, ki ne izplačujejo dividend (Frankfurter, 2003).

Povprečni letni dividendni donos v državah EU se giblje med 2,5 in 3,5 odstotka, kar je manj kot v ZDA, kjer znaša 4 odstotke. Med evropskimi državami nekoliko izstopa Velika Britanija, kjer znaša povprečni letni dividendni donos 6,12 odstotka. V zadnjih letih so se precej povečale dividende japonskih podjetij, ki večinoma izplačujejo dividende polletno, medtem ko so jih v preteklosti letno (Lease, 2000, str. 137).

Dividendni donos je v zadnjih 50 letih predstavljal pomemben delež celotnega donosa delnic ameriških podjetij. V obdobju med letom 1950 in 1997 je celotna povprečna donosnost ameriških delnic znašala 14,4 odstotkov (brez upoštevanja reinvestiranja dividend), od tega je znašala dividendna donosnost 4,11 odstotkov. Podatki kažejo tudi na manjšo tveganost

dividendnega donosa, kajti tudi v letih, ko so bili kapitalski donosi pičli, so bili dividendni donosi relativno stabilni (Lease, 2000, str. 141).

Delež izplačanega dobička v obliki dividend se na razvitih finančnih trgih giblje med 55 in 60 odstotkov, v Veliki Britaniji celo nekaj višje, na splošno pa med razvitimi državami ni velikih razlik. Tako so imele v letu 1993 ZDA in Japonska 61- oziroma 62-odstotni delež, Velika Britanija pa 72-odstotnega (Glen, 1995, str. 14).

Raziskave kažejo, da je v ZDA višina dividend precej bolj stabilna od samega poslovanja podjetja, zato lahko na splošno govorimo o politiki uravnanih dividend. Podobno sta ugotovila tudi Leithner in Zimmermann, ki sta analizirala dividende v štirih gospodarsko pomembnih evropskih državah, in sicer Nemčiji, Veliki Britaniji, Franciji in Švici. Varianca je pokazala, da je stalnost dividend oziroma njihovo majhno nihanje glavno vodilo posloводства pri določanju politike dividend. Politika uravnanih dividend je značilnost tudi azijsko-pacifiških držav, ugotovljeno pa je bilo, da prilagajajo japonska podjetja svoje dividende poslovnim rezultatom mnogo hitreje od podjetij v ZDA, zato se tudi hitreje poslužujejo znižanja ali celo ukinjanja dividend (Lease, 2000, str. 141).

Podatki kažejo, da se trendi politike dividend v svetu vseskozi spreminjajo. V 50. letih prejšnjega stoletja je v ZDA devet izmed desetih podjetij izplačalo dividende, medtem ko je ob koncu 90. let dividend izplačalo le eno podjetje izmed petih, kar kaže, da dividende izginjajo relativno hitro. Nekateri avtorji so mnenja, da vzrok za to niso le davki in odkupi lastnih delnic kot nadomestilo za dividende, temveč da imajo vpliv tudi trendi na kapitalskih trgih oziroma nekakšna moda. Če so bile v preteklosti dividende signal za dobre obete poslovanja podjetja v prihodnje, so v današnjem času mnogokrat signal, da podjetje nima boljših naložbenih možnosti kot izplačila dividend, kar z vidika njegove tržne vrednosti ni najbolj pozitivno. To ne pomeni, da so dividende postale popolnoma nepomembne, pač pa se je njihova pomembnost v teh letih znižala (Frankfurter, 2003, str. 188).

V raziskavi, ki sta jo na vzorcu podjetij iz ZDA opravila Forbes in Hatem, je bilo ugotovljeno, da v 70. in 80. letih dividend niso izplačevala skoraj izključno podjetja, katerih delnice so bile na trgu vrednotene relativno nizko. Poleg tega je bila značilna tudi nizka tržna kapitalizacija podjetij, ki niso izplačevala dividend. To se je v 90. spremenilo, saj le 60 odstotkov podjetij, katerih relativna cena delnice je bila nižja od mediane, ni izplačevalo dividend, ta odstotek pa je v prihodnjih letih še nekoliko padel. Ni mogoče več trditi, da se podjetja, ki izplačujejo dividende, in tista, ki jih ne, razlikujejo po tržni kapitalizaciji (Frankfurter, 2003, str. 188).

Rezultate te raziskave potrjujejo ugotovitve v članku, ki sta ga leta 1999 objavila Fama in French in v katerem predvidevata postopno izginitev dividend. Nekatera podjetja na razvitih finančnih trgih niso nikoli v svoji zgodovini izplačala dividend. Najbolj izrazit primer so tehnološka podjetja v ZDA. V letu 2002 je bilo objavljeno, da samo 8 odstotkov podjetij iz

panoge visoke tehnologije izplačuje dividende, medtem ko v netehnoloških sektorjih dividende izplačuje 50 odstotkov podjetij (Frankfurter, 2003, str. 188).

Kljub temu se je trend zniževanja izplačila dividend v zadnjih nekaj letih obrnil. Podjetja v ZDA v zadnjih letih izplačujejo višje dividende, kot v 90., predvsem iz dveh razlogov. Prvi je preprečitev padanja tečaja delnice podjetja, kar je tudi vzrok za vedno pogostejše odkupe lastnih delnic; drugi razlog pa je presežek denarnih sredstev v podjetjih in pomanjkanje investicijskih priložnosti ter negativnih pričakovanj v tistem obdobju (Frankfurter, 2003, str. 190).

Enega od možnih razlogov navaja tudi Murphy, ki je v svoji raziskavi leta 2002 napravil primerjavo stanja na kapitalskem trgu danes ter v obdobjih med 1802 in 1860 ter med 1873 in 1933. V teh dveh obdobjih so bile v ZDA donosnosti obveznic zaradi nizkih dividend višje od donosnosti delnic, avtor pa ta obdobja primerja tudi z obdobjem zadnjih nekaj let. Če k temu dodamo še takratno nizko gospodarsko rast in neobetavna pričakovanja podjetij, lahko po mnenju avtorja pričakujemo zvišanje dividend. Če to drži, lahko tudi rečemo, da je glavni vzrok za izplačevanje dividend dejstvo, da lahko delnice na kapitalskem trgu edino tako konkurirajo obveznicam (Frankfurter, 2003, str. 190).

Politika dividend na razvijajočih se finančnih trgih

Empirične raziskave kažejo na različne poglede na politiko dividend na razvitih in razvijajočih se kapitalskih trgih. Delež dobička, izplačan v obliki dividend, je ob koncu 90. let na razvijajočih se finančnih trgih znašal 2/3 deleža izplačanega dobička v razvitih se državah. Po podatkih Mednarodnega denarnega sklada se je delež izplačanega dobička med leti 1986 in 1994 gibal med 30 in 40 odstotkov, kar je precej manj kot na razvitih finančnih trgih. Tako je razvidno, da podjetja na razvijajočih se trgih zadržijo večji delež dobička kot podjetja v razvitih državah (Glen, 1995, str. 14).

Dva najverjetnejša vzroka za to sta večje investicijske priložnosti na razvijajočih se kapitalskih trgih in težji dostop do finančnih sredstev. Delničarji na teh trgih so se zato pripravljani odpovedati tekočim dividendam v korist večjih rasti dobičkov v prihodnosti, ki so pričakovane na teh trgih. Poleg tega je poslovodstvo prepričano, da je reinvestiranje dobičkov najboljša možnost tudi z vidika delničarjev. Kljub temu v vseh letih ni bilo vedno tako, saj so dividendni donosi v razvijajočih se državah leta 1984 presegali dividendne donose v razvitih državah (Glen, 1995, str. 24).

Pri ugotavljanju nekega splošnega vzorca politike dividend v posameznih gospodarstvih in iskanju razlik med temi vzorci je treba upoštevati tudi nekatere druge vzroke, ki lahko povzročijo precejšnje razlike med posameznimi državami. Eden takšnih vzrokov je lahko tudi večji delež podružnic multinacionalk ali družb v večinski tuji lasti v državah v razvoju. Zato so se nekateri avtorji posvetili tudi preučevanju politike dividend v teh odvisnih podjetjih.

Dejstvo je, da dividende v podružnicah nimajo naloge zmanjševanja asimetrije informacij med podjetjem in javnostjo, zato se lahko politika dividend v teh podjetjih razlikuje od politike drugih podjetij, ki izplačujejo dividende širšemu krogu delničarjev (Desai, 2001, str. 36).

V študiji, ki so jo opravili Desai, Foley in Hines leta 2001, je bilo ugotovljeno, da se politika dividend tujih podružnic družb iz ZDA ne razlikuje od politike dividend matičnih podjetij, hkrati pa politika dividend podružnic ni odvisna od politike dividend njihovih matičnih podjetij. Politika dividend podružnic, ki izplačujejo dividende matični družbi, in politika dividend matičnega podjetja, ki izplačuje dividende navzven, se nanaša predvsem na želeni delež izplačanega dobička teh podjetij in hitrost približevanja temu deležu. Ker učinki, ki jih imajo dividende na obnašanje delnice na trgu, v primeru podružnic ne vplivajo na odločitve o dividendah, je višina dividend podružnic odvisna predvsem od tekočih dobičkov podružnic in od davčne obravnave prejetih dividend s stališča matičnega podjetja, čeprav davki ne morejo v celoti pojasniti politike dividend podružnic (Desai, 2001, str. 37).

Analiza je pokazala, da je želja po kontroli nad podružnicami eden od pomembnejših dejavnikov, ki kroji politiko dividend v teh podjetjih. Matična podjetja zahtevajo višje dividende predvsem od podružnic v delni lasti, ki so locirane v oddaljenih državah, za katere velja lokalni pravni red, ki nudi nizko zaščito premoženjskim pravicam. Matične družbe v takšnih okoliščinah zahtevajo višje dividende kljub višji davčni obremenitvi in dejstvu, da prejeta sredstva reinvestirajo nazaj v podjetje (Desai, 2001, str. 38).

3 SLOVENSKI GOSPODARSKI OKVIR IN POLITIKA DIVIDEND

3.1 POSEBNOSTI SLOVENSKEGA GOSPODARSKEGA OKVIRA

Slovensko gospodarstvo je bilo v zadnjih letih deležno korenitih sprememb z več vidikov. Na eni strani se je bilo z izgubo prodajnih trgov nekdanje Jugoslavije prisiljeno usmeriti na zahtevnejše zahodnoevropske trge in posledično sprejemati načela tržnega gospodarstva, po drugi strani pa je bilo soočeno z odpravo družbene lastnine. Vse te korenite spremembe so pomenile za večino gospodarskih subjektov novosti, s katerimi večinoma niso imeli izkušenj. Tako so se v novih pogojih gospodarjenja eni znašli bolje, drugi slabše, predvsem slednjim pa je v določeni meri pomagala tudi država, ki je s svojimi instrumenti poskrbela za mehkejši prehod.

Posledica odprave družbene lastnine je bil tudi razvoj kapitalskega trga. Izbrani privatizacijski model v Sloveniji, ki je temeljil na razdelitvi premoženja v obliki certifikatov vsem državljanom, je imel za posledico veliko razpršenost lastništva podjetij. Proces lastninskega

preoblikovanja v Sloveniji lahko v grobem razdelimo v dva dela. Prvi del je predstavljal uradni proces lastninskega preoblikovanja, ko se je premoženje po izbranem modelu razdelilo med nove lastnike, v drugi fazi, ki pa še ni povsem končana, pa se razpršeno lastništvo konsolidira.

Razdelitev družbenega premoženja je bila v skladu z izbranim modelom lastninskega preoblikovanja podjetij v Sloveniji tako odplačna kot brezplačna. Struktura delitve premoženja je bila naslednja:

- institucionalni lastniki, 40 odstotkov družbenega kapitala; od tega:
 - Sklad za razvoj z namenom nadaljnje razdelitve pooblaščenim investicijskih družbam 20 odstotkov;
 - Slovenski odškodninski sklad za pokritje obveznosti iz naslova denacionalizacije 10 odstotkov;
 - Kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja 10 odstotkov;
- brezplačna interna razdelitev delnic v zameno za lastniške certifikate, izdane vsem državljanom Republike Slovenije, 20 odstotkov družbenega kapitala;
- odplačna privatizacija (notranji odkup, javni razpis, javna prodaja), 40 odstotkov.

Podjetja so bila pri izbiri načinov lastninjenja svobodna, morala so le prenesti 40 odstotkov kapitala na institucionalne lastnike, nadzor nad izvajanjem lastninskega preoblikovanja pa je vršila Agencija za privatizacijo. Najpogostejša metoda je bil notranji odkup, ki je predstavljal kar 25 odstotkov razdelitve kapitala (Kranjc, 1999).

Način razdelitve družbenega premoženja in lastniška struktura ob koncu razdelitve sta bistveno vplivali tudi na odločitve, ki zadevajo politiko dividend. Te politike zato vsaj v prvih letih po privatizaciji ne moremo enačiti s politiko dividend v razvitih tržnih gospodarstvih. Konsolidacija lastništva, ki je sledila fazi razdelitve in še vedno poteka, počasi spreminja odnos do politike dividend in verjetno bo potrebno še nekaj časa za vzpostavitev odnosa med lastniško in upravljaljsko funkcijo, primerljivo z razvitimi gospodarstvi.

Vpliv lastniške strukture podjetij na politiko dividend in vpliva zakonskih določb ter davkov na samo izplačilo dividend so opisani v nadaljevanju. Gre torej za bistvene dejavnike, ki imajo vpliv na politiko dividend v Sloveniji in so lahko osnovni vzrok za njeno morebitno razlikovanje v odnosu do politike dividend v drugih gospodarstvih.

3. 2 VPLIV LASTNIŠKE STRUKTURE NA POLITIKO DIVIDEND

V procesu lastninskega preoblikovanja podjetij so se oblikovale štiri skupine delničarjev, z nadaljnjo konsolidacijo lastništva v minulih letih pa se je struktura med lastniškimi deleži teh skupin precej spemila in postaja podobna strukturi na razvitih kapitalskih trgih.

3. 2. 1 Mali delničarji

Skupino malih delničarjev so sestavljali vsi državljani Republike Slovenije, čeprav večina izmed njih tega ni želela. Veliko število delničarjev je namreč želelo hitro zamenjavo lastniških delež v likvidna denarna sredstva, kar pomeni, da je bil za večino delničarjev denarni donos mnogo pomembnejši kot lastništvo delnic in morebiten kapitalski donos. V državah, ki imajo razvit kapitalski trg, so namreč posamični delničarji osebe z večjim premoženjem, ki lahko del tega premoženja naložijo v naložbe z večjo tveganostjo brez nevarnosti za njihov materialni položaj. V večini primerov je njihov namen doseganje kapitalskega donosa in ne čim večjega izplačila dividend. Nasprotno, v Sloveniji večina privatizacijskih delničarjev želi visoke dividende (Horvat, 1997, str. 10).

3. 2. 2 Zaposleni

Drugo skupino delničarjev sestavljajo zaposleni. Na razvitih kapitalskih trgih se je notranje lastništvo zaposlenih izkazalo kot koristno predvsem, ko so imeli zaposleni v podjetju manjšinski delež, z delnicami pa je upravljala za to usposobljena ustanova. Te ustanove so namreč upravljale s temi delnicami z namenom povečevanja njihove vrednosti, ne z namenom povečevanja plač in bonitet zaposlenih. V teh primerih tako politika dividend notranjih lastnikov ne odstopa od politike dividend, kjer so večinski zunanji lastniki. V precejšnjem številu slovenskih podjetjih so po končanem postopku lastninskega preoblikovanja prevladovali notranji lastniki. Problem je bil predvsem v tem, da svoje funkcije kot lastnika podjetja večina ni razumela. Poleg tega je nastal konflikt interesov, saj je bilo večini pomembneje obdržati svojo zaposlitev in dobiti čim višjo plačo kot izplačilo dividend oziroma doseganje zadostne kapitalske donosnosti delnice (Horvat, 1997, str. 10).

3. 2. 3 Skladi

Tretja skupina lastnikov so skladi, ki so nastali v samem procesu privatizacije. Državni in zasebni skladi so imeli skupaj v mnogih podjetjih večinski lastniški delež, kar jim je omogočalo oblikovanje višine dividend. Upravljavci zasebnih skladov so namreč upravičeni do provizij, poleg tega pa tudi njihovi lastniki želijo dividende, cilj obeh državnih skladov pa je zagotoviti čim več sredstev za namen, za katerega sta bila ustanovljena, zato so pritiski na podjetja razumljivi (Horvat, 1997, str. 10).

3. 2. 4 Posloводства podjetij

Četrta skupina lastnikov je poslovodstvo podjetja, katerih odnos do izplačila dividend je pogojen z deležem lastništva v njihovih rokah. V primeru velikega deleža lastništva je donos, ki ga dosegajo s svojo finančno naložbo, pomembna postavka v njihovih osebnih prihodkih. Njihov cilj je poleg ohranjanja položaja v podjetju tudi doseganje donosnosti kapitala podjetja. Poleg tega so dividende tudi eden od možnih virov sredstev, s katerim lahko poslovodstvo in drugi zaposleni financirajo nakup delnic oziroma servisirajo dolgove, ki so nastali z nakupom lastniških deležev v procesu notranjega odkupa. Z davčnega vidika pa lahko predvidevamo, da ima v njihovem primeru kapitalna donosnost prednost pred dividendnim, zato se bo poslovodstvo v tem primeru zavzemalo za čim nižje dividende. Hkrati imajo v primeru manjšega lastniškega deleža poslovodstva plače in druge bonitete zanje gotovo večji pomen od donosnosti kapitala podjetja (Horvat, 1997, str. 10).

3. 3 DIVIDENDE V SLOVENSKI ZAKONODAJI

Na politiko dividend lahko poleg vseh drugih dejavnikov bistveno vpliva tudi zakonodaja, ki ureja delovanje gospodarskega okolja. Politiko dividend v Sloveniji urejajo različni zakoni s področja gospodarskega prava, ki na eni strani vplivajo na podjetja in tako pozitivno oziroma negativno vplivajo na izplačila dividend neposredno, na drugi strani pa predvsem prek davčne ureditve vplivajo na želje delničarjev, ki lahko posredno vplivajo na politiko dividend podjetij.

3. 3. 1 Zakonske možnosti delitve dobička

Možnosti uporabe doseženega dobička delniške družbe in s tem možnosti ter omejitve pri izplačilih dividend so določene v Zakonu o gospodarskih družbah. Način izplačila dividend in roke njihovega izplačevanja morajo delniške družbe v skladu s tem zakonom določiti s sklepom o izdanih delnicah že ob izdaji delnic (Zakon o gospodarskih družbah, 1993).

Če družba ustvari v poslovnem letu čisti dobiček, ga mora najprej uporabiti za kritje prenesene izgube, nato za oblikovanje zakonskih rezerv, rezerv za lastne deleže in za oblikovanje statutarnih rezerv. Uprava družbe in nadzorni svet lahko iz preostalega dobička oblikujeta druge rezerve iz dobička, vendar največ do polovice tega preostalega dobička, razen če statut dovoljuje tudi višji delež. Če se z delnicami ne trguje na organiziranem trgu, lahko statut določa tudi nižji delež. Uprava ne more nameniti več kot polovice preostalega dobička za druge rezerve iz dobička, če te že presegajo polovico osnovnega kapitala družbe. Če o sprejemu letnega poročila odloča skupščina, lahko odloči, da se največ polovico

preostalega dobička nameni za druge rezerve iz dobička (Zakon o gospodarskih družbah, 1993).

O uporabi preostalega dobička oziroma bilančnega dobička odloča skupščina delničarjev, ki lahko nameni bilančni dobiček dodatno za druge rezerve in za dividende, če statut omogoča, pa tudi med zaposlene, člane uprav in nadzornega sveta ter tudi morebitne druge namene. Delničarji imajo torej pravico do deleža v bilančnem dobičku, razen če skupščina v skladu z zakonom ali statutom odloči, da se bilančni dobiček nameni za druge stvari (Zakon o gospodarskih družbah, 1993).

Zakon o gospodarskih družbah torej natančno ureja uporabo čistega dobička in delitev bilančnega dobička tudi delničarjem. Ker novela zakona ne govori več o pokrivanju izgube najpozneje v prihodnjih petih letih v breme tedanjih prihodkov, pač pa se izguba pokriva z na novo ustvarjenim dobičkom, je uporaba tega dobička precej omejena. Zakon ne predpisuje več, da mora družba pokriti dobiček v breme drugih postavk kapitala, zato mora v primeru izkazovanja dobička tega najprej nameniti za pokrivanje morebitne izgube iz preteklosti. Dokler ima podjetje nepokrito izgubo, nima bilančnega dobička, kar pomeni, da ne more izplačati dividend (Zakon o gospodarskih družbah, 1993).

Uprava družbe lahko v skladu s statutom izplača vmesno dividendo glede na predviden dobiček družbe v poslovnem letu, vendar sme za vmesno dividendo izplačati največ polovico zneska, ki ostane od predvidenega dobička po oblikovanju rezerv. Prav tako znesek vmesnih dividend ne sme preseči polovice dobička iz prejšnjega leta, plačilo vmesnih dividend pa mora odobriti nadzorni svet (Zakon o gospodarskih družbah, 1993).

Zakon dopušča tudi dividende v obliki delnic. Število delnic se v tem primeru dejansko zviša, kar pomeni, da se poveča osnovni kapital družbe v breme drugih postavk kapitala, delničarji pa brezplačno prejmejo dodatne delnice. V določenih primerih izdaje novih delnic ni, ampak se samo poveča nominalna vrednost delnice (Zakon o gospodarskih družbah, 1993).

Zakon omenja tudi izdajo dividendnih obveznic, ki jih lahko podjetje izda le na podlagi sklepa skupščine delničarjev. Za veljavnost sklepa je potrebna večina najmanj treh četrtin pri sklepanju zastopanega osnovnega kapitala, če statut družbe ne določa drugače (Zakon o gospodarskih družbah, 1993).

3. 3. 2 Obdavčitev dobička podjetij

Davčni vidik ima pomemben vpliv na odločitve v zvezi z izplačevanjem dividend v podjetjih, hkrati pa vpliva tudi na zaželenost dividend s strani delničarjev, ki so pravne osebe. Obdavčitev ustvarjenega dobička podjetij, prejetih in izplačanih dividend za pravne osebe v Sloveniji ureja Zakon o davku od dobička pravnih oseb.

Podjetja so v skladu z Zakonom o davku od dobička pravnih oseb obvezane k plačilu davka od ustvarjenega dobička. Zavezanci po tem zakonu so pravne osebe s sedežem v Republiki Sloveniji, ki ustvarjajo dobiček z opravljanjem dejavnosti. Za določene subjekte veljajo oprostitve plačila davka, v kontekstu tega dela so pomembne le oprostitve za javna podjetja in javne gospodarske zavode v lasti Republike Slovenije, invalidska podjetja in investicijske sklade po Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, če do 30. novembra razdelijo najmanj 90 odstotkov dobička minulega leta. Davčna stopnja za plačilo davka od dobička je 25 odstotkov (Zakon o davku od dobička pravnih oseb, 2003).

Davčnemu zavezancu se prizna davčna olajšava v višini 20 odstotkov vložene zneska v opredmetena osnovna sredstva (razen v osebna motorna vozila), neopredmetena dolgoročna sredstva in opremo, vendar največ v višini davčne osnove, če gre za naložbe v opredmetena osnovna sredstva in neopredmetena dolgoročna sredstva v Republiki Sloveniji (Zakon o davku od dobička pravnih oseb, 2003).

Davčni zavezanec, ki izrablja takšno davčno olajšavo, ne sme razporejati dobička za udeležbo v dobičku. Če davčni zavezanec razporedi dobiček za udeležbo v dobičku pred potekom treh let po letu, v katerem je izkoristil davčno olajšavo, mora za znesek izkoriščene davčne olajšave povečati davčno osnovo v letu razporeditve dobička za udeležbo v dobičku. To pomeni, da v primeru izrabe davčne olajšave iz naslova tega dobička ne sme izplačevati dividend, v nasprotnem primeru mora plačati davek za nazaj (Zakon o davku od dobička pravnih oseb, 2003).

Davčni zavezanec, ki izplačuje dividende in druge deleže v dobičku, mora ob vsakem izplačilu dividend obračunati in plačati posebno akontacijo za davek od dobička in dohodnine glede na izplačano dividendo, in sicer po 15-odstotni stopnji za prenos v tujino in po 25-odstotni stopnji za prejemnike, ki so rezidenti Republike Slovenije, pri čemer so izjeme le fizične osebe, ki so družbeniki osebnih družb (Zakon o davku od dobička pravnih oseb, 2003).

Pri davčnem zavezancu prejemniku dividende se davčna osnova poveča za prejete dividende, vključno s plačano posebno akontacijo, vendar se mu na drugi strani za višino plačane akontacije zniža plačilo obračunanega davka od dobička. Če je izplačevalec dividend davčni zavezanec in rezident Republike Slovenije ter je obračunal in plačal davek od dobička po stopnji 25 odstotkov, ne obračuna in ne plača akontacije za pravne osebe, ki so rezidenti Republike Slovenije. V tem primeru se davčna osnova davčnega zavezanca, rezidenta Republike Slovenije, ki je prejel dividende, ne poveča za prejete dividende. Vse to preprečuje dvojno obdavčitev ustvarjenega dobička pravnih oseb (Zakon o davku od dobička pravnih oseb, 2003).

V izogib dvojnemu obdavčevanju med pravnimi osebami, ki so rezidenti in nerezidenti Republike Slovenije, zakon dopušča upoštevanje sklenjenih sporazumov (Zakon o davku od dobička pravnih oseb, 2003).

3. 3. 3 Obdavčitev prejetih dividend za fizične osebe

Obdavčitev dividend in kapitalskih dobičkov ima velik vpliv na zaželenost dividend s strani fizičnih oseb. Obdavčenost dividend in kapitalskih dobičkov, ustvarjenih v Sloveniji za rezidente Republike Slovenije, obravnava Zakon o dohodnini, ki določa, da se v osnovo za dohodnino med drugimi dohodki všttevajo tudi dobiček, dosežen s prodajo kapitala, in dohodki, doseženi z udeležbo pri dobičku (Zakon o dohodnini, 1993).

Zavezanec za plačilo davka od dobička iz kapitala je v skladu s tem zakonom fizična oseba s stalnim prebivališčem na območju Republike Slovenije, ki dosega dobiček s prodajo vrednostnih papirjev in drugih deležev v kapitalu gospodarskih družb ter zadrug, če je bila prodaja izvršena pred potekom treh let od dneva, ko je bil vrednostni papir oziroma delež v kapitalu pridobljen, zmanjšan za davke, ki jih je plačal zavezanec. Osnova za davek je torej razlika med prodajno ceno kapitala in valorizirano vrednostjo kapitala med pridobitvijo. Davčni zavezanec je dolžan oddati napoved za odmero davka od dobička in plačati 30-odstotno akontacijo. Davčna osnova se pozneje všteteje med druge dohodke v obravnavanem obdobju, tako da se končna efektivna davčna stopnja določi v skladu z veljavno dohodninsko lestvico in lahko v odvisnosti od višine preostalih prihodkov znaša manj ali več kot 30 odstotkov (Zakon o dohodnini, 1993).

Prejete dividende v Sloveniji je fizična oseba s stalnim prebivališčem v Republiki Sloveniji dolžna prijaviti v dohodninski napovedi. Pri tem je priznana 40-odstotna olajšava, kar pomeni, da je dejansko obdavčenih le 60 odstotkov prejemka. Dohodek od prejetih dividend se prišteva k drugim prihodkom in je obdavčen po dohodninski lestvici, kar pomeni da je efektivna davčna stopnja odvisna od višine drugih prihodkov prejemnika (Zakon o dohodnini, 1993).

Po obstoječi zakonodaji je prednost kapitalskih dobičkov z davčnega vidika torej v tem, da so ti neobdavčeni, če med nakupom in prodajo vrednostnih papirjev mine več kot tri leta. Če je prodaja izvršena prej kot v treh letih po nakupu, je kapitalski dobiček obdavčen višje kot dividende, saj je slednjim priznana znižanje osnove za 40 odstotkov, kar precej zniža efektivno davčno stopnjo (Zakon o dohodnini, 1993).

3. 4 TEMELJNE ZNAČILNOSTI POLITIKE DIVIDEND V SLOVENIJI

Uvajanje kapitalistične miselnosti in posledično večja prisotnost lastniškega vidika v slovenskih podjetjih sta v minulih letih vplivala na spreminjanje pogleda na politiko dividend tako s strani poslovodstev podjetij kot s strani njihovih lastnikov. To je bilo še posebej očitno v prvih letih po lastninskem preoblikovanju, ko želje lastnikov po dividendah še niso bile izoblikovane v celoti.

Prva dividenda, ki jo je izplačalo kako podjetje v Sloveniji, je bila dividenda podjetja Salus, d. d., leta 1992. Od takrat se je slovenski trg kapitala močno spremenil. Nekatere predvsem finančno posredniške družbe so takrat dividende izrabile kot instrument povečevanja zaupanja vlagateljev in tako izplačevala visoke dividende. Po uvedbi privatizacijskih delnic na borzo po letu 1996 so se na uprave teh podjetij vršili vedno večji pritiski za izplačilo dividend. Mnoga podjetja so se v želji, da se ne bi zgodili veliki lastniški premiki in razprodaje delnic tem pritiskom uklonila in začela izplačevati visoke dividende, ki pa jih pozneje niso mogla vzdrževati. V prihodnjih letih so pritiski s strani lastnikov nekoliko popustili in njihove zahteve so postale nekoliko bolj racionalne. S konsolidacijo lastništva in prehodom lastništva v roke dejavnejših lastnikov so tudi uprave podjetij v svojih zahtevah po zadrževanju dobička in izkoriščanju naložbenih možnosti postale bolj prepričljive (Berdnik, 1999, str. 10). Nizke so bile predvsem dividende privatizacijskih skladov, kar je predvsem posledica razpršenega lastništva, ki jim omogoča tako politiko; Kapitalska družba in Slovenska odškodninska družba pa prav tako nista imeli kakšnih velikih obveznosti (Petavs, 2000, str. 12).

Izkoriščanje davčne olajšave je mnogokrat izgovor podjetij za neizplačilo dividend. Podjetja tako največkrat izplačujejo dividende iz dobička tistih let, ko so plačala davek od dobička, zato ima delež izplačanega dobička mnogo manjši pomen in je pomembnejši podatek višine dividend na delnico (Petavs, 2000, str. 12).

Pojavlja se vedno več lastnikov, ki si dividend predvsem iz davčnih razlogov sploh ne želijo, so pa zato bolj občutljivi na tržno vrednost delnice oziroma njen kapitalski donos. Poleg tega je tudi vedno več podjetij, poslovodstvo katerih lastnikom odkrito pove, da je njihov osnovni cilj vlaganje v nadaljnji razvoj, čemur morajo biti podrejene tudi dividende.

Med konsolidacijo lastništva se je delež države zmanjševal, povečeval pa se je delež notranjih, tujih in strateških lastnikov. Vse to ima za posledico bolj premišljeno politiko dividend in upoštevanje vplivov dividend na vse vidike poslovanja podjetja. Posledica tega je sprememba politike dividend pri mnogih podjetjih.

Raziskave, ki so bile v Sloveniji v politiki dividend že opravljene, kažejo, da v Sloveniji prevladujejo od 3- do 5-letni načrti politike dividend in da ima največji vpliv na politiko poslovodstvo podjetja, ki pri tem upošteva predvsem svojo investicijsko politiko in lastniško strukturo, čeprav je klientela lastnikov zelo različna. Najpogostejši model politike dividend je

model zglajenega preostalega dobička in model enakega deleža izplačila, kjer podjetja v povprečju izplačajo med 30 in 50 odstotki dobička (Zabret, 2002).

4 EMPIRIČNA ANALIZA POLITIKE DIVIDEND V SLOVENIJI

Večina obstoječih empiričnih raziskav, ki preučujejo politiko dividend podjetij, je narejena na vzorcu podjetij iz ZDA. Avtorji teh raziskav so velikokrat z intervjuji skušali pridobiti čim več podatkov, ki se nanašajo na odločitve o politiki dividend v teh podjetjih. Gre večinoma za subjektivne poglede na politiko dividend oseb, ki so v podjetjih za to odgovorne. V te raziskave so večinoma vključena podjetja, ki izplačujejo dividende, in tudi podjetja, ki dividend niso še nikoli izplačala.

Empirična raziskava, ki sem jo napravil, temelji na dejanskih izplačilih dividend in posameznih računovodskih kategorijah, ki nekako določajo posamezne značilnosti podjetja. Skupen namen celotne raziskave, ki je razdeljena na več delov, je ugotoviti, ali je mogoče z določenimi značilnostmi podjetja pojasniti izplačila njihovih dividend oziroma ali izplačila dividend odražajo uspešnost poslovanja podjetja, merjeno z računovodskimi oziroma finančnimi kriteriji.

Pomanjkljivost takšne raziskave v primerjavi z raziskavami, ki temeljijo na podatkih iz intervjujev, je osredotočenje na računovodske podatke, ki v določenih primerih ne dajo zadostnih informacij, saj nimamo podatkov o pogledih na politiko dividend oseb, ki so za to v podjetjih odgovorne. Ta pomanjkljivost je velika predvsem takrat, ko podjetje ne izplačuje dividend, saj nimamo podatkov o tem, zakaj določeno podjetje ne izplačuje dividend in kakšen je njihov odnos do dividend. Nasprotno pa je prednost takšne raziskave predvsem ta, da upošteva realna dejstva, česar v primeru intervjujev ne moremo trditi, saj je lahko subjektivno mnenje odgovorne osebe precej drugačno od dejanskega stanja, ki se odraža v praksi.

Na odločitve podjetij, ki se nanašajo na politiko dividend, vpliva mnogo dejavnikov, eden izmed najpomembnejših dejavnikov je vsekakor uspešnost podjetja oziroma doseganje dobrih poslovnih rezultatov. Ker je poslovanje podjetja izkazano v računovodskih izkazih, sem kot možne dejavnike vpliva na politiko dividend v nadaljnji analizi predvidel posamezne računovodske kategorije oziroma kazalnike, temelječe na teh kategorijah.

Celotna raziskava je razdeljena na dva vsebinsko ločena dela. Namen prvega dela je medletna primerjava osnovnih značilnosti preučevane populacije podjetij in njihove politike dividend na kumulativni ravni, s čimer naj bi ugotovil spremembe v preučevanem obdobju. Namen drugega dela pa je preučevanje politike dividend na ravni posameznega podjetja; razdeljen je

na dva sklopa. Namen prvega sklopa je ugotoviti morebitne razlike med skupino podjetij v populaciji, ki izplačujejo dividende, in skupino podjetij, ki dividend ne izplačujejo, ter izdelava modela logistične regresije, ki omogoča razvrščanje podjetij v ti dve skupini. Namen drugega sklopa pa je ugotoviti, kateri dejavniki vplivajo na višino izplačanih dividend v skupini podjetij, ki so v preteklosti izplačevala dividende, in izdelava regresijskega modela, ki omogoča pojasnjevanje višine izplačanih dividend na osnovi računovodskih podatkov.

V nadaljnji analizi sem uporabil različne metode obdelave podatkov, s katerimi sem želel pojasniti oziroma ovreči posamezne hipoteze. Podatke sem obdelal z računalniškimi programi excel za windows, SPSS 11.5 in STATA 6.0.

4. 1 POPULACIJA, VZOREC, OPAZOVANO OBDOBJE IN SPREMENLJIVKE

4. 1. 1 Populacija in vzorec podjetij

Politika dividend se v skladu s svojo definicijo dotika vseh družb, katerih organizacijska oblika je delniška družba. Zaradi samega modela lastninjenja je v Sloveniji število delniških družb relativno visoko, nekatere izmed njih pa so se v minulih letih tudi že preoblikovale v družbe z omejeno odgovornostjo. Večina manjših družb, ki so sicer organizirane v obliki delniških družb, zaradi svoje majhnosti in koncentracije lastništva bolj spominja na družbe z omejeno odgovornostjo.

Celotno populacijo delniških družb, ki delujejo v Sloveniji, lahko razdelimo na družbe, katerih delnice kotirajo na organiziranem trgu, in družbe, katerih delnice niso uvrščene na organiziran trg. V nadaljnji analizi sem se osredotočil na podpopulacijo podjetij, katerih delnice so uvrščene na organiziran trg. Osnovni vzroki, zakaj v analizi obravnavam samo politiko dividend te podpopulacije, so predvsem trije:

- podjetja, uvrščena na organiziran trg, so pod večjim drobnogledom analitikov in vlagateljev, zato ima politika dividend teh podjetij bolj pomembno vlogo kot v primeru drugih podjetij, kar je vzrok, da se motivi za izplačilo dividend med tema dvema skupinama podjetij lahko precej razlikujejo;
- večina tujih raziskav politike dividend temelji na preučevanju podjetij, ki so uvrščena na borzo, zato je analiza, ki se nanaša na izbran vzorec podjetij, tudi dobra osnova za primerjavo politike dividend slovenskih podjetij s politiko dividend podjetij v tujini;
- nekateri podatki so javno dostopni le za javne družbe, torej tiste, ki so uvrščene na borzo, medtem ko je dostop do podatkov drugih podjetij omejen.

Podjetja, vključena v analizo, sicer predstavljajo podpopulacijo podjetij in ne celotne populacije, toda če pogledamo z vsebinskega vidika, še posebno v luči primerljivosti takšne

analize z analizami iz tujine, lahko na osnovi analize te populacije podjetij podamo sklepe, ki se nanašajo na celotno populacijo delniških družb v Sloveniji.

Osnovo za oblikovanje vzorca predstavljajo podjetja, ki so bila uvrščena v borzno kotacijo in na prosti trg Ljubljanske borze, d. d., 9. oktobra 2003. Na ta dan je bilo na Ljubljansko borzo uvrščenih skupno 127 podjetij, od tega 31 v borzno kotacijo in 96 na prosti trg.

V vzorec so vključena vsa podjetja iz borzne kotacije in dodatno podjetje Lek, d. d. Slednje je upoštevano, ker gre za veliko podjetje in je z vidika kratke zgodovine izplačila dividend v Sloveniji pomembno, saj spada v skupino podjetij, v katerih so se med prvimi odločili za izplačilo dividend. Poleg tega so bile delnice podjetja večino obdobja, na katerega se nanaša analiza, uvrščene na Ljubljansko borzo, d. d., umaknjene pa so bile v začetku leta 2003, ko je bil v postopku prevzema s strani prevzemnika pridobljen skoraj celotni delež izdaje. V vzorcu preučevanih podjetij je tako zajetih 32 podjetij iz borzne kotacije. Izmed podjetij na prostem trgu ni upoštevano 18 podjetij. Gre predvsem za podjetja, ki so nastala v zadnjih letih, nekatera izmed njih so finančni holdingi, nastali s preoblikovanjem iz pooblaščenih investicijskih družb. Ker za ta podjetja ni dovolj dolge časovne vrste računovodskih podatkov, jih nisem zajel v analizo. Dodatno so upoštevana 4 podjetja, ki so bila v preteklosti uvrščena na borzo, vendar so bila pozneje umaknjena. Za ta podjetja so znani javno dostopni podatki, zato so upoštevana v analizi. V vzorec preučevanih podjetij je zajetih 82 podjetij s prostega trga, skupno je tako v vzorcu zajetih 114 podjetij. Seznam vseh podjetij, zajetih v analizi, je prikazan v Prilogi 1.

Vzorec pokriva skoraj celotno populacijo borznih podjetij, o populaciji pa ne moremo govoriti zato, ker so bile delnice nekaterih podjetij vključene na organiziran trg v različnih časovnih obdobjih, delnice nekaterih pa so bile v opazovanem obdobju tudi izključene.

4. 1. 2 Opazovano obdobje

Opazovano obdobje je enako obdobju, na katerega se nanašajo vrednosti posameznih spremenljivk za opazovana podjetja v vzorcu. Ker so vrednosti posameznih spremenljivk v času t_0 odvisne od vrednosti v času t_1 , je opazovano obdobje daljše od časovne vrste podatkov, ki so vključeni v analizo. Opazovano obdobje se tako nanaša na vrednosti posameznih spremenljivk med leti 1995 in 2003, medtem ko se časovna vrsta podatkov v analizi nanaša na leta med 1996 in 2002.

4. 1. 3 Opazovane spremenljivke

Opazovane spremenljivke se nanašajo na velikost izplačila dividend podjetij in na posamezne računovodske podatke podjetij.

Po Zakonu o lastninskem preoblikovanju podjetij so lahko podjetja, ki so se lastnila po tem zakonu, začela izplačevati dividende šele, ko so od Agencije za privatizacijo prejele odločbe, da je lastninsko preoblikovanje končano. Prve dividende lastninsko preoblikovanih podjetij so bile tako izplačane v letu 1996. Ker so nekatera podjetja takrat izplačala dividende, ki so se nanašale na rezultate poslovanja več minulih let, so bile te pri nekaterih podjetjih relativno visoke in so se v prihodnjih letih znižale. Vključevanje teh dividend v analizo bi lahko imelo za posledico napačne zaključke analize, zato so zajete v analizo dividende, ki so izplačane med leti 1997 in 2003 in se torej nanašajo na poslovanje podjetja med leti 1996 in 2002. Pri podjetjih, ki so v tem obdobju prvič izplačala dividende, ki so se nanašale na več minulih let (takih podjetij je 5), je bil narejen določen popravek glede na višine izplačil v prihodnjih letih in glede na število let, na katera se prva izplačila nanašajo.

Druge opazovane spremenljivke se nanašajo na razne računovodske kategorije, ki so določene v skladu s Slovenskimi računovodskimi standardi. Tako so za vsako podjetje zbrani bistveni podatki iz bilance stanja in izkaza uspeha od leta 1995 do 2002.

Spremenljivke, vključene v nadaljnjo analizo, so bodisi opazovane spremenljivke bodisi spremenljivke, ki predstavljajo določene finančne kazalnike in so izračunane na osnovi opazovanih spremenljivk. Niz podatkov, vključenih v analizo, zajema torej sedem časovnih obdobj, kar je v primeru politike dividend v Sloveniji v tem trenutku največ. Pri nekaterih spremenljivkah, ki se nanašajo na izplačilo dividend, gre tudi za odložene spremenljivke. Tabela vseh spremenljivk je prikazana v Prilogi 2.

V skladu z definicijo opazovanega vzorca preučevane populacije in določitve opazovanega obdobja imamo opravka z variabilnostjo dveh razsežnosti. Na eni strani gre za variabilnost med posameznimi podjetji v neki časovni točki, na drugi pa za variabilnost posameznega podjetja v času, zato je enota opazovanja podjetje – leto.

4. 2 ANALIZA POLITIKE DIVIDEND NA AGREGATNI RAVNI

Cilj tega dela analize je medletna primerjava pomembnejših podatkov o poslovanju preučevane populacije podjetij in njihove politike dividend na kumulativni ravni. Ker gre za analizo podatkov na kumulativni ravni, v tem delu analize variabilnosti med podjetji nimajo pomena.

Spremenljivke, vključene v ta del analize, so naslednje:

- sredstva – kumulativna knjigovodska vrednost celotnih sredstev podjetij, vključenih v preučevan vzorec na zadnji dan leta;
- lastniški kapital – kumulativna knjigovodska vrednost lastniškega kapitala podjetij, vključenih v preučevan vzorec na zadnji dan leta;

- dolgoročne obveznosti – kumulativna knjigovodska vrednost dolgoročnih finančnih obveznosti podjetij, vključenih v preučevan vzorec na zadnji dan leta;
- kratkoročne obveznosti – kumulativna knjigovodska vrednost kratkoročnih finančnih in poslovnih obveznosti podjetij, vključenih v preučevan vzorec na zadnji dan leta;
- naložbe – kumulativna knjigovodska vrednost naložb podjetij, vključenih v preučevan vzorec v celotnem preučevanem letu;
- dobiček – kumulativna knjigovodska vrednost čistega dobička podjetij, vključenih v preučevan vzorec v celotnem preučevanem letu;
- prosti denarni tok – kumulativna knjigovodska vrednost prostega denarnega toka podjetij, vključenih v preučevan vzorec v celotnem preučevanem letu;¹⁸
- dividende – kumulativna vrednost mase izplačanih bruto dividende podjetij, vključenih v preučevan vzorec za leto, na katerega se izplačilo nanaša;
- marža EBITDA – razmerje med kumulativno knjigovodsko vrednostjo dobička iz poslovanja, povečanega za obračunano amortizacijo, in kumulativno knjigovodsko vrednostjo prihodkov iz poslovanja podjetij, vključenih v preučevan vzorec v celotnem preučevanem letu;
- profitna marža – razmerje med kumulativno knjigovodsko vrednostjo čistega dobička in kumulativno knjigovodsko vrednostjo prihodkov iz poslovanja podjetij, vključenih v preučevan vzorec v celotnem preučevanem letu;
- ROA – kumulativna donosnost celotnih sredstev podjetij, vključenih v preučevan vzorec v preučevanem letu;
- ROE – kumulativna donosnost lastniškega kapitala podjetij, vključenih v preučevan vzorec v preučevanem letu;
- div/dobiček – razmerje med kumulativno vrednostjo mase izplačanih bruto dividend in kumulativno vrednostjo čistega dobička podjetij, vključenih v preučevan vzorec v preučevanem letu, pri čemer se dividende nanašajo na leto, za katerega so izplačane;
- div/prosti denarni tok – razmerje med kumulativno vrednostjo mase izplačanih bruto dividend in kumulativno vrednostjo prostega denarnega toka podjetij, vključenih v preučevan vzorec v preučevanem letu, pri čemer se dividende nanašajo na leto, za katerega so izplačane;
- div/kapital – razmerje med kumulativno vrednostjo mase izplačanih bruto dividend in kumulativno knjigovodsko vrednostjo lastniškega kapitala podjetij, vključenih v preučevan vzorec v preučevanem letu, pri čemer se dividende nanašajo na leto, za katerega so izplačane;

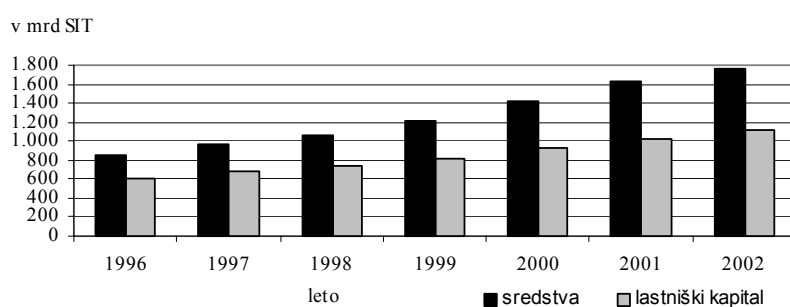
¹⁸ Prosti denarni tok lastnikom kapitala je količina denarja, ki ostane prosta, ko podjetje plača obveznosti do posojilodajalcev in ko vloži v sredstva v obsegu, da lahko realizira prihodnjo rast. Prosti denarni tok posameznega obdobja nam pokaže, koliko lahko podjetje v tem obdobju izplača delničarjem.

Za potrebe analize je vrednost prostega denarnega toka za posamezno obdobje izračunana posredno na podlagi podatkov iz bilance stanja in izkaza uspeha po naslednji formuli: prosti denarni tok = čisti dobiček + amortizacija - prednostne dividende - naložbe v osnovna sredstva - povečanje obratnih sredstev - vračila glavnice obstoječega dolga + izdaja novega dolga.

- število podjetij – število podjetij, ki so med vsemi podjetji v preučevanem vzorcu v posameznem letu izplačala dividende.

Doseganje čim višje gospodarske rasti je cilj vsakega gospodarstva. Glavni generatorji te rasti so seveda uspešna podjetja – velika in mala. V vzorcu podjetij, zajetih v analizo, je zajeta večina velikih slovenskih podjetij, ki so v zadnjih letih relativno hitro rasla, medtem ko manjših podjetij, ki so po mnenju nekaterih vse pomembnejše gonilo napredka, v analizo ni zajetih. V spodnji sliki je razvidno, da se je kumulativna vrednost sredstev podjetij v analizi v zadnjih šestih letih nominalno več kot podvojila, medtem ko je bila rast kapitala v podjetjih nekoliko nižja.

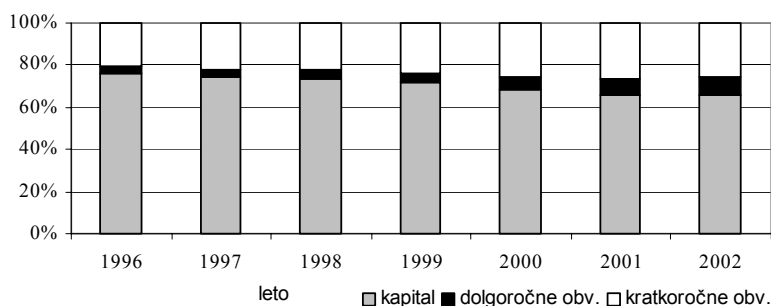
Slika 3: Kumulativna višina sredstev in lastniškega kapitala



Vir: Lasten izračun

Politika dividend je močno povezana z odločitvami o strukturi financiranja podjetja. Ena od značilnosti gospodarstev v prehodu je manjša pomembnost lastniškega vidika v podjetjih, kar povzroči oddaljevanje od optimalne strukture financiranja podjetij. Tudi druge raziskave kažejo, da je bil osnovni cilj slovenskih podjetij v minulih letih zagotovitev preživetja in dajanje prednosti koristim zaposlenih pred koristmi lastnikov podjetja. Posledica tega je velik delež lastniškega kapitala v finančnih virih, kar zvišuje povprečne tehtane stroške financiranja in negativno vpliva na konkurenčnost slovenskih podjetij (Debeljak, 2001). Slovenska podjetja so bila po koncu lastninskega preoblikovanja dokaj nezadolžena, v zadnjih letih pa se je na kumulativni ravni finančni vzvod sicer stalno povečeval, kljub temu je predvsem delež dolgoročnega dolga še vedno relativno nizek.

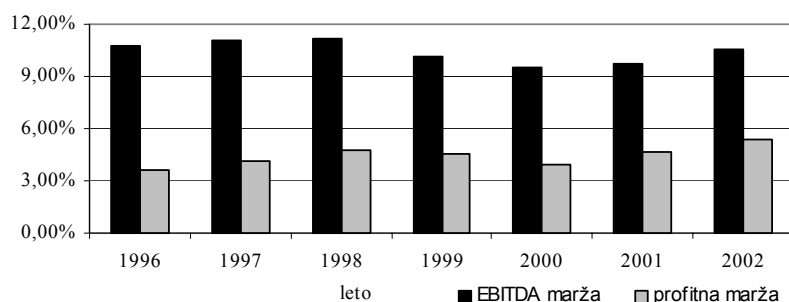
Slika 4: Struktura financiranja na kumulativni ravni



Vir: Lasten izračun

Večina večjih podjetij je v zadnjem času posvečala precej pozornosti preoblikovanju. Z vse večjo globalizacijo so bila prisiljena povečevati produktivnost dela in kapitala. Marža EBITDA, ki kaže razmerje med dobičkom pred amortizacijo, poslovnim izidom iz financiranja in davki ter prihodki iz poslovanja, kaže, da podjetja na kumulativni ravni v zadnjem obdobju niso uspela relativno znižati neposrednih stroškov poslovanja. Eden od verjetnih razlogov je sorazmerno visoka rast plač v teh letih. Na drugi strani kaže profitna marža kot razmerje med čistim dobičkom in prihodki na povečevanje dobičkonosnosti, k čemur bi lahko prispevali nižje obrestne mere in nižji stroški amortizacije.

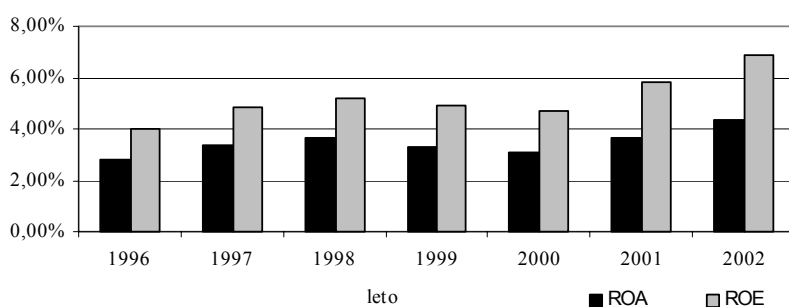
Slika 5: Kumulativna marža EBITDA in profitna marža



Vir: Lasten izračun

Donosnost sredstev se je v zadnjih letih nekoliko povečala. Glede na to, da se marža EBITDA v tem obdobju ni povečevala, se je donosnost sredstev lahko povečala predvsem na račun večje stopnje njihove izkoriščenosti oziroma manjše rasti naložb v nova osnovna sredstva, posledica česar je zniževanje stroškov amortizacije. Donosnost lastniškega kapitala se je povečala nekoliko bolj, kar je posledica spreminjanja strukture financiranja v smeri večjega zadolževanja.

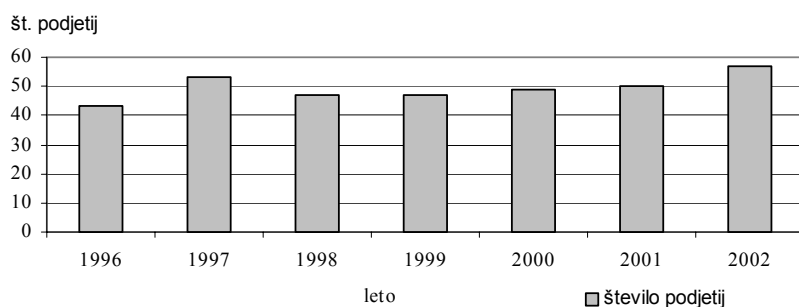
Slika 6: ROA in ROE na kumulativni ravni



Vir: Lasten izračun

Število podjetij, zajetih v analizo, znaša v vseh letih 114, medtem ko se število podjetij, ki so izplačala dividende, med leti spreminja. S spodnje slike je razvidno, da se število podjetij, ki se odločijo za izplačilo dividend, stalno in enakomerno povečuje. Nekoliko izstopa le leto 1997 (leto izplačila 1998), ko se je število podjetij, ki so izplačala dividende, precej povečalo, leto zatem pa znova padlo. Za leto 2002 je dividende izplačalo že 57 podjetij, kar je natančno polovica podjetij, zajetih v analizo.

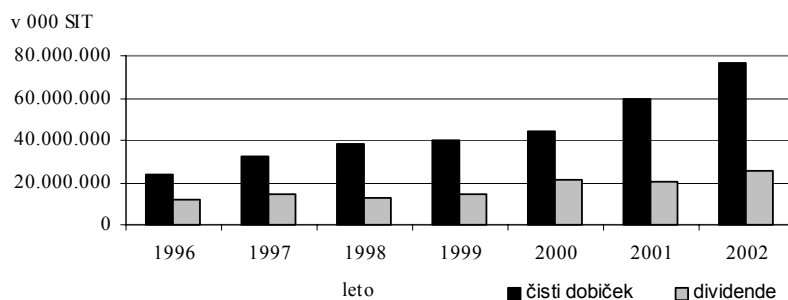
Slika 7: Število podjetij, ki so v posameznem letu izplačala dividende



Vir: Lasten izračun

Čeprav se število podjetij, ki se odločajo za izplačilo dividend, vsako leto povečuje, se sredstva relativno znižujejo. Kumulativna rast dobička je namreč višja od rasti sredstev, namenjenih za dividende. Dividende, izplačane za leto 1998 in 2001, so celo nižje od dividend, izplačanih v predhodnem letu, čeprav je dobiček stalno naraščal.

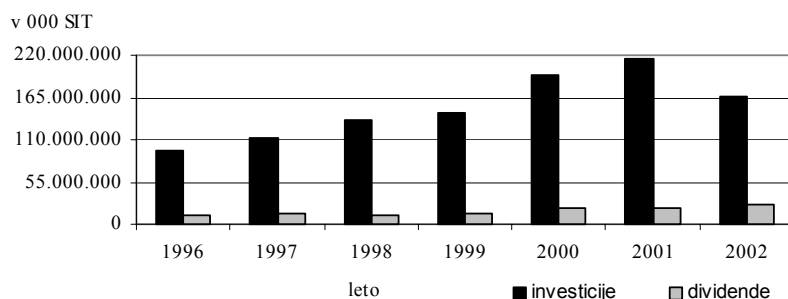
Slika 8: Kumulativna višina čistega dobička in izplačanih bruto dividend



Vir: Lasten izračun

Tudi naložbe so v obravnavanem obdobju na kumulativni ravni stalno naraščale, izjema je le leto 2002, ko se precej znižale. Gibanje dividend je torej bolj ustaljeno kot gibanje naložb, kljub temu bi na podlagi razpoložljivih podatkov težko trdili, da so naložbe v podjetjih podrejene izplačilom dividend.

Slika 9: Naložbe v osnovna sredstva in dividende na kumulativni ravni



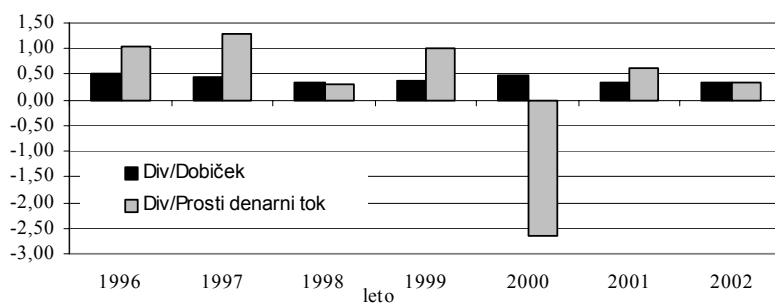
Vir: Lasten izračun

Razmerje med izplačanimi dividendami in čistim dobičkom podjetja se na kumulativni ravni med leti precej spreminja. Na podlagi tega bi lahko sklepali, da podjetja ne oblikujejo višine

dividend na podlagi ciljno določenega deleža v čistem dobičku, pač pa je bolj pomembna ustaljena višina dividend med leti. Trend deleža izplačanega dobička je padajoč, kar ni v skladu z splošno sprejetimi ugotovitvami, da delež izplačanega dobička z razvitostjo finančnega trga narašča. Razvoj finančnega trga namreč omogoča lažje pridobivanje finančnih sredstev na trgu, zato naj bi podjetja izplačala relativno višje dividende, saj lahko po potrebi dodatna sredstva pridobijo na kapitalskem trgu.

Na uravnavanje višine dividend med leti kaže tudi povprečni koeficient variacije višine dobička posameznega podjetja, ki znaša 4,08, kar je precej več od povprečnega koeficienta variacije višine izplačanih dividend, ki je 0,85. Takšna razlika nastane predvsem zaradi velike variabilnosti dobička nekaterih podjetij, ki pa zaradi slabšega finančnega stanja večinoma niso izplačevala dividend. Če upoštevamo samo podatke za podjetja, ki so v posameznem letu izplačala dividende, znaša povprečni koeficient variacije višine dobička 2,24, povprečni koeficient variacije višine dividend pa 0,66. Če pogledamo posamezna podjetja, vidimo, da je imelo 20 podjetij od 57, kolikor jih je izplačalo dividende za leto 2002, večjo variabilnost dividend od variabilnosti dobička. Na podlagi teh kazalnikov lahko sklenemo, da je variabilnost dobičkov slovenskih podjetij višja od variabilnosti izplačanih dividend. To pomeni, da podjetja v povprečju ne sledijo vnaprej določenemu deležu izplačanega dobička v dividendah, pač pa zasledujejo politiko stabilne višine dividend.

Slika 10: Delež dividend v dobičku in denarnem toku



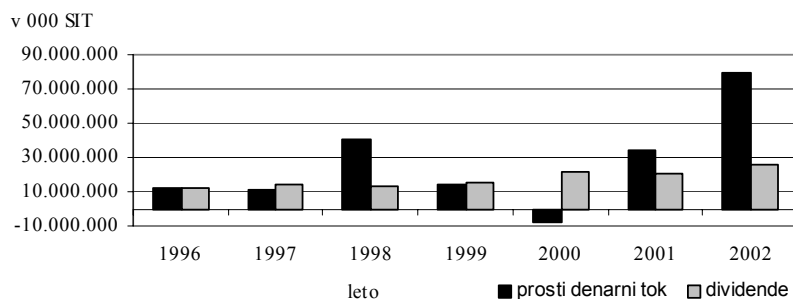
Vir: Lasten izračun

Višina denarnih tokov podjetja je pri določanju politike dividend v nekaterih primerih celo bolj pomembna kot višina čistega dobička. Višino dobička je namreč mogoče prirediti, kar podjetja v želji po stanovitnosti v okviru možnosti tudi uporabljajo. To možnost jim ponuja predvsem različno obračunavanje stroškov amortizacije, oblikovanje dolgoročnih rezervacij, odpis terjatev iz poslovanja in naložb ter načini vrednotenja zalog. Po drugi strani je prirejanje višine denarnih tokov, ki odražajo dejansko sposobnost podjetja za izplačilo dividend, precej težje.

Za določanje sposobnosti podjetja za izplačilo dividend je pomemben prosti denarni tok navadnim delničarjem. Treba je opozoriti na pomanjkljivost pri posredni metodi izračunavanja prostega denarnega toka iz izkaza uspeha in bilance stanja podjetja, pri kateri so namesto potrebnih naložb od dobička odštete celotne naložbe, ki so najverjetneje nekoliko

višje, zato je prosti denarni tok lastnikom kapitala podcenjen (Ivanko, 2000). S slike je razvidno, da so dividende veliko bolj ustaljene kot sredstva, ki so na razpolago, kar potrjuje tezo o uravnavanju višine dividend med leti.

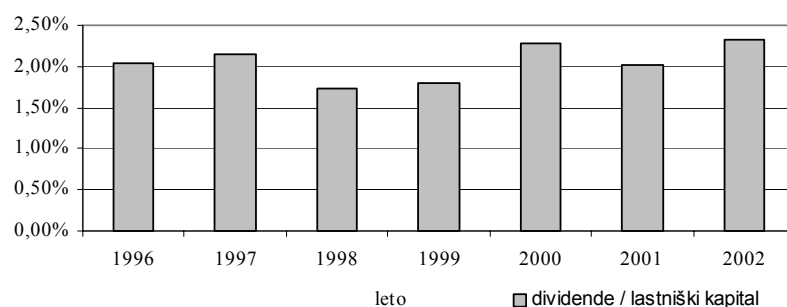
Slika 11: Višina dividend in prostega denarnega toka lastnikom kapitala



Vir: Lasten izračun

Višina dividendne donosnosti delnice je eden od pomembnejših dejavnikov, na podlagi katerega se vlagatelji odločajo pri vlaganju na kapitalskem trgu. Čeprav je dividendna donosnost delnice določena kot razmerje med višino dividende na delnico in njeno tržno vrednostjo, na kumulativni ravni za grobo oceno lahko uporabimo tudi knjigovodsko vrednost kapitala. Kumulativna višina dividend v razmerju do knjigovodske vrednosti lastniškega kapitala med leti precej niha, vendar lahko rečemo, da je trend rahlo naraščajoč. To pomeni, da morajo podjetja za vzdrževanje ustaljene višine dividend likvidirati vedno večji delež kapitala. Ker se razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala v zadnjih letih v povprečju povečuje, na podlagi teh podatkov ne moremo soditi o gibanju dividende donosnosti kapitala slovenskih podjetij v obravnavanem obdobju.

Slika 12: Dividende glede na knjigovodsko vrednost lastniškega kapitala



Vir: Lasten izračun

Ko je bilo že omenjeno, obstajajo v praksi precejšnje razlike pri politiki dividend med posameznimi panogami. Tako podjetja v panogah, ki zahtevajo visoka vlaganja oziroma za katere je značilen stalen razvoj novih izdelkov in storitev, izplačujejo nižje dividende od podjetij v tradicionalnih panogah. Ločitev slovenskih podjetij na posamezne panoge in ugotavljanje razlik v politiki dividend med njimi bi povzročilo kar nekaj težav. Kar nekaj podjetij je, ki so po načinu svojega delovanja holdingi, kar pomeni, da posredno delujejo v več panogah, zato teh podjetij pri takšni raziskavi ne moremo upoštevati. Drug problem je, da

razvrščanje podjetij po standardni klasifikaciji dejavnosti ne prinaša najboljšega rezultata, saj so mnoga podjetja razvrščena v isto dejavnost, čeprav je vsebina njihovega poslovanja precej različna. Tretji problem je relativno majhno število podjetij v nekaterih panogah in v vzorcu podjetij, ki so zajeta v raziskavo. Posploševanje politike dividend teh podjetij na celo panogo tako ne bi bilo primerno.

4. 3 ANALIZA POLITIKE DIVIDEND NA RAVNI PODJETJA

Analiza politike dividend na agregatni ravni nam pokaže časovne trende na tem področju, kar ni dovolj za natančnejše preučevanje politike dividend. Zato je v tem delu analiza razširjena na raven posameznega podjetja, kar pomeni, da v analizo poleg časovne variabilnosti vnesemo tudi variabilnost med opazovanimi enotami v času t_0 .

Ker se podatki nanašajo na posamezna podjetja, ki so opazovana večkrat v različnih časovnih obdobjih, je v nadaljevanju analize enota opazovanja podjetje – leto, kar prinaša določene prednosti in slabosti. Glavna slabost je, da posamezne enote opazovanja med seboj niso neodvisne, saj obstaja večja podobnost med istim podjetjem v različnih letih kot med različnimi podjetji v istem letu.

Temu se izognemo z uporabo panelne oblike podatkov, ki združuje presečne podatke in časovne vrste, kar omogoča boljše ocene parametrov. V nadaljnji analizi je zato uporabljena panelna oblika podatkov, glavne prednosti podatkov v takšni obliki pa so (Brezigar, 1999, str. 17):

- večja prilagodljivost pri oblikovanju modela, saj so v model lahko vključene odložene spremenljivke, kar je pri preučevanju politike dividend zelo pomembno;
- časovni učinki imajo vpliv samo v i -tem obdobju in se ne prenašajo v druga obdobja;
- večje število podatkov in s tem več stopinj prostosti ter manjša kolinearnost med neodvisnimi spremenljivkami.

Nadaljnja analiza je razdeljena na dva dela. Namen prvega dela analize je oblikovati linearno kombinacijo spremenljivk, ki najbolje pojasnjuje razlike med skupino podjetij, ki izplačujejo dividende, in skupino podjetij, ki dividend ne izplačujejo. Cilj je torej ugotoviti dejansko verjetnost pripadnosti posamezne enote eni ali drugi skupini, zato sem v analizi uporabil metodo logistične regresije. V drugem delu se preučevana populacija in s tem tudi vzorec podjetij zoži le na tista podjetja, ki so v minulih letih izplačevala dividende. Namen tega dela je namreč ocena regresijske funkcije, s katero je na podlagi vrednosti neodvisnih spremenljivk posameznega podjetja mogoče kar najbolje pojasniti višino njihovih dividend in s tem dokazati oziroma ovreči katero izmed teoretičnih dognanj pri politiki dividend.

Osnovna oblika regresijskega modela, ki temelji na panelni obliki podatkov, je prikazana z naslednjo enačbo:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.1)$$

Pri tem vsebuje x_{it} , brez konstant K-regresorjev, α_i pa predstavlja individualni učinek, ki je poseben za vsako posamezno i -to enoto in je konstanten v času t . Glede na strukturo α_i obstajajo trije različni načini ocenjevanja (Brezigar, 1999, str. 19).

Če je a_i enak za vse enote, je metoda najmanjših kvadratov (metoda OLS) učinkovita; takšen način ocenjevanja panela združuje presečne podatke in časovne vrste. Če je a_i poseben za vsako posamezno i -to enoto in je stalen v času t , imamo opravka z modelom s stalnimi učinki, ki se ga ocenjuje z metodo najmanjših kvadratov slamnate spremenljivke (metoda LSDV). Če je a_i slučajen za vsako i -to enoto in stalen v času t , uporabimo model s slučajnimi učinki. Odločitev o tem, ali naj učinke obravnavamo kot stalne ali slučajne, je pomembna, saj so lahko razlike v modelih, določenih na podlagi teh dveh načinov, precejšnje. Splošno pravilo pravi, da je model s stalnimi učinki boljši, ko lahko gledamo na razlike med enotami kot na parametrične premike regresijske funkcije, torej ko opazovani vzorec zajema celotno populacijo in ko je v vzorcu zelo malo enot. Ko predstavlja vzorec slučajno izbrane enote populacije oziroma je število opazovanih enot večje, je boljši model s slučajnimi učinki (Brezigar, 1999, str. 19).

Osnovna enačba modela s stalnimi učinki je enaka:

$$y_{it} = \alpha + \delta_i + \beta x_{it} + \varepsilon_t \quad (3.2)$$

Osnovna enačba modela s slučajnimi učinki je enaka:

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + v_i + \varepsilon_t \quad (3.3)$$

4. 3. 1 Logistični regresijski model

Namen tega dela analize je razvrstitev podjetij v dve skupini na podlagi njihovih lastnosti, ki izvirajo iz računovodskih stanj. Zato so kot neodvisne spremenljivke uporabljeni kazalniki, na katere absolutna velikost podjetja nima vpliva (izjema je le kazalnik relativne velikosti celotnih sredstev). Cilj je torej oblikovati model, ki bo na podlagi linearne kombinacije neodvisnih spremenljivk kar najbolj pravilno razvrstil podjetja v skupino podjetij, ki izplačujejo dividende oziroma v skupino podjetij, ki ne izplačujejo dividend. Ker me je v tem delu zanimala dejanska verjetnost pripadnosti neke enote eni ali drugi skupini, sem uporabil metodo logistične regresije. Model je v osnovi definiran z naslednjo enačbo (Cox; Snell, 1989):

$$P(Y_i = 1) = \frac{e^z}{1 + e^z} \quad (3.4)$$

Pri tem lahko vrednost spremenljivke Z izrazimo s sledečo enačbo:

$$Z = \sum_{j=1}^k \beta_j X_{ij} \quad (3.5)$$

V enačbi predstavlja $P(Y_i = 1)$ dejansko verjetnost, da se bo dogodek zgodil oziroma, da bo podjetje izplačalo dividende. Verjetnost, da dogodka ne bo, je enaka $1-P(Y_i=1)$. Če namesto dogodka uporabimo možnosti (ang. odds), lahko model zapišemo v linearni obliki z naslednjo enačbo(Cox; Snell, 1989):

$$\ln \frac{P(Y_i = 1)}{1 - P(Y_i = 1)} = \sum_{j=1}^k b_j X_{ij} \quad (3.6)$$

Parametri beta so ocenjeni po metodi največje verjetnosti, katere logika je podobna metodi najmanjših kvadratov. Cilj je torej izbrati tak b , da bo verjetnost, da smo s funkcijo izbrali pravi Y_i , kar največja.

Pri izdelavi modela sem uporabil panelno obliko podatkov. Odvisna spremenljivka Y_{it} je izražena binarno in zavzame vrednost 0, če podjetje ne izplača dividend, in vrednost 1, če podjetje izplača dividende. V analizi sem uporabil metodo s slučajnimi učinki iz razloga, ker bi uporaba modela s stalnimi učinki vsa opazovana podjetja, ki so vsako leto v opazovanem obdobju izplačala dividende oziroma jih niso izplačala v nobenem letu, izključila iz modela. To pomeni, da bi se z uporabo te metode število opazovanih enot zmanjšalo s 798 na 322, kar bi precej poslabšalo kakovost samega modela. Uporabljen model s slučajnimi učinki lahko v osnovi ponazorimo s spodnjo enačbo:

$$Y_{it}^* = \alpha + \beta x_{it} + v_i + \varepsilon_t \quad (3.7)$$

Pri tem je Y_{it}^* navidezna odvisna spremenljivka, ki je v osnovi izražena z naslednjo enačbo.

$$Y_{it}^* = \ln \frac{P(Y_{it} = 1)}{1 - P(Y_{it} = 1)} \quad (3.8)$$

Ko je vrednost odvisne spremenljivke Y_{it}^* večja od nič, je verjetnost, da bo podjetje izplačalo dividende večja od 0,5. Ker sem kritično vrednost določil v višini 0,5 sledi, da je v tem primeru Y_{it} enak ena, kar pomeni, da model uvrsti podjetje v skupino podjetij, ki izplačujejo dividende. V nasprotnem primeru je Y_{it} enak nič in podjetje je uvrščeno v skupino podjetij, ki ne izplačujejo dividend.

V samem modelu nisem eksplicitno uporabil odloženih spremenljivk, kljub temu pa do neke mere lahko govorimo o odloženih neodvisnih spremenljivkah. Izplačilo dividend se namreč v praksi ne zgodi takoj ob koncu poslovnega leta, na katerega se nanašajo neodvisne

spremenljivke, ampak v naslednjem letu. Ker se dividende nanašajo na leto t_0 in so tako v modelu tudi prikazane, izplačane v času med t_0 in t_{+1} , lahko do neke mere govorimo o odloženih odvisnih spremenljivkah, kar daje samemu modelu tudi napovedovalno funkcijo.

Spremenljivke, vključene v ta del analize, so naslednje:

- DIV1 – binomna spremenljivka, ki zavzame vrednost 1, če je podjetje izplačalo dividendo, in vrednost 0, če dividende ni izplačalo;
- DIV/NI – delež izplačanih dividend v čistem dobičku posameznega podjetja v opazovanem obdobju;
- DIV/FCF – delež izplačanih dividend v prostem denarnem toku posameznega podjetja v opazovanem obdobju;
- ROA – donosnost celotnih sredstev posameznega podjetja v opazovanem letu;
- ROE – donosnost lastniškega kapitala posameznega podjetja v opazovanem letu;
- CVNI – koeficient variacije čistega dobička posameznega podjetja v celotnem opazovanem obdobju;
- g(NI) – rast čistega dobička posameznega podjetja v opazovanem letu;
- g(TA) – rast celotnih sredstev posameznega podjetja v opazovanem letu;
- g(SALES) – rast prihodkov od prodaje posameznega podjetja v opazovanem letu;
- r(TA) – relativna velikost sredstev posameznega podjetja v opazovanem letu;
- LEVERAGE – stopnja zadolženosti posameznega podjetja v opazovanem letu;
- ITCOV – koeficient pokritosti obresti posameznega podjetja v opazovanem letu;
- INVratio – delež naložb v stalnih sredstvih posameznega podjetja v opazovanem letu;
- INTINV – delež naložb, financiran z lastnimi sredstvi posameznega podjetja v opazovanem letu.

4. 3. 1. 1 Korelacije med spremenljivkami

Namen izračuna korelacijskih koeficientov je ugotoviti odvisnosti oziroma povezave med posameznimi spremenljivkami, kar je osnova za izbiro spremenljivk v končnem modelu. Pri izračunu ni uporabljena panelna oblika podatkov, pač pa so koeficienti izračunani na podlagi podatkov v posameznem letu, zato je rezultat časovna vrsta izračunanih koeficientov.

Uporabil sem izračun Spearmanovih koeficientov korelacije, ki ne predpostavlja normalne porazdelitve vrednosti spremenljivk. Ker v primeru izračunanih koeficientov ne gre za parcialne korelacijske koeficiente, na izračunane korelacije med posameznima spremenljivkama ni mogoče gledati kot na izključno njuno povezanost, saj je pomemben tudi vpliv drugih spremenljivk, vključenih v izračun. Korelacijski koeficienti so izračunani na podlagi letnih podatkov za vsa leta, tako da je prikazana njihova časovna vrsta v opazovanem obdobju.

Pri interpretaciji rezultatov sem za merjenje stopnje linearne korelacije v odvisnosti od absolutne višine korelacijskega koeficienta uporabil naslednjo lestvico (Pfajfar, Arh, 1998):

1. do 0,3 ni korelacije,
2. nad 0,3 do 0,5 je korelacija nizka,
3. nad 0,5 do 0,7 je korelacija srednja,
4. nad 0,7 do 0,9 je korelacija visoka,
5. nad 0,9 je korelacija zelo visoka.

Korelacijski koeficienti, izračunani na podlagi vzorčnih podatkov, kažejo naslednje povezanosti med deležem dividend v dobičku in drugimi spremenljivkami. Delež dividend v dobičku je v najmočnejši povezavi s koeficientom pokritosti obresti. Koeficient korelacije se med leti giblje med 0,48 in 0,61, kar v skladu z izbrano lestvico pomeni srednjo pozitivno korelacijo. Opaziti je tudi, da se koeficienti znižujejo z leti. Večja kot je finančna moč podjetja (ta se med drugim kaže tudi v večjem koeficientu pokritosti obresti), večji je delež izplačila dobička v obliki dividend, kar potrdimo tudi z negativnim korelacijskim koeficientom med deležem izplačanega dobička in višino zadolženosti, ki pa je sicer nizek in v vseh letih ni statistično značilen, vendar lahko kljub temu sklepamo, da manj zadolžena podjetja izplačujejo višje dividende.

Srednje močna pozitivna korelacija obstaja tudi med deležem izplačanega dobička v obliki dividend in donosnostjo sredstev, kjer se korelacijski koeficient giblje med 0,449 in 0,609, ter med deležem izplačanega dobička in donosnostjo kapitala, ki se giblje med 0,417 in 0,605. Tudi tu višina korelacijskega koeficienta pada z leti. To kaže na pričakovano dejstvo, da bolj dobičkonosna podjetja izplačujejo višje dividende.

Izračunani korelacijski koeficienti tudi kažejo, da podjetja z bolj spremenljivo višino dobička izplačujejo nižje dividende, saj se korelacijski koeficienti med deležem dividend v dobičku in koeficientom variacije dobička gibljejo med $-0,417$ in $-0,539$. To nakazuje na potrditev teorije informacijskega učinka politike dividend in zavrača teorijo stroškov agentov.

V skladu z uporabljenimi lestvicami obstaja nizka pozitivna korelacija med deležem dividend v dobičku in višino sredstev podjetja. Korelacijski koeficient se giblje med 0,323 in 0,471, kar kaže, da večja podjetja izplačujejo višje dividende. Kljub temu ne moremo trditi, da velikost podjetja vpliva na višino izplačanih dividend, saj bi za potrditev te teze morali določiti parcialni korelacijski koeficient, ki bi izločil vplive drugih spremenljivk.

Nekoliko presenetljivo nizka je povezanost med deležem dividend v dobičku in rastjo sredstev, prodaje in dobička. Ti korelacijski koeficienti so sicer pozitivni, vendar ne presežejo vrednosti 0,274, nekateri izmed njih pa v posameznih letih tudi niso statistično značilni. Podjetja, ki rastejo hitreje, sicer izplačujejo v povprečju višje dividende od počasneje rastočih podjetij, vendar je ta povezava zanemarljiva.

Podobna povezava deleža izplačanega dobička obstaja tudi z višino vlaganja in deležem naložb, financiranih z lastnimi sredstvi. Podjetja, ki več vlagajo, izplačujejo torej višje

dividende, višje dividende izplačujejo tudi tista podjetja, ki več naložb financirajo z lastnimi sredstvi. To je pričakovano, saj običajno dividende izplačujejo tista podjetja, ki imajo na voljo dovolj lastnih sredstev. Ker je povezava zanemarljiva na podlagi korelacijskih koeficientov, ne moremo trditi, da so dividende podrejene naložbam in ne obratno. Višina korelacijskih koeficientov v posameznih letih je prikazana v spodnji tabeli.

Tabela 1: Spearmanovi korelacijski koeficienti med izplačilom dividend v dobičku in drugimi opazovanimi spremenljivkami

leto	DIV/NI	DIV/NI	DIV/NI	DIV/NI	DIV/NI	DIV/NI	DIV/NI	DIV/NI	DIV/NI	DIV/NI	DIV/NI	DIV/NI
	DIV/FCF	ROA	ROE	CVNI	g(NI)	g(TA)	g(SALES)	r(TA)	LEVER.	INTCOV	INVratio	INTINV
2002	0,690	0,449	0,434	-0,417	---	0,274	---	0,397	---	0,487	0,297	0,244
2001	0,413	0,439	0,417	-0,447	0,215	0,243	---	0,323	---	0,480	---	0,324
2000	0,209	0,566	0,546	-0,489	0,237	0,218	---	0,361	-0,240	0,574	---	0,267
1999	0,442	0,476	0,454	-0,519	---	---	---	0,471	-0,256	0,534	---	---
1998	0,426	0,607	0,605	-0,516	0,215	0,259	---	0,355	-0,242	0,610	0,240	---
1997	---	0,609	0,587	-0,539	---	0,199	0,210	0,355	-0,253	0,600	0,257	---
1996	0,350	0,608	0,592	-0,487	0,225	---	---	0,351	---	0,571	0,273	---
vsj	0,358	0,542	0,520	-0,489	0,162	0,164	0,043	0,369	-0,206	0,549	0,189	0,149

Vir: Lasten izračun

Pri korelacijskih koeficientih med neodvisnimi spremenljivkami izstopa predvsem zelo visoka korelacija med donosnostjo kapitala in mnogokratnikom obresti, saj se korelacijski koeficient v posameznih letih giblje med 0,762 in 0,882. To gre na eni strani na račun višjega dobička, na drugi pa na račun nižje zadolženosti bolj donosnih podjetij.

Donosnost sredstev oziroma kapitala je v negativni korelaciji z variabilnostjo dobička, kar je pričakovano, saj poslovni rezultat največkrat precej niha predvsem slabšim podjetjem. Podjetja z višjo donosnostjo kapitala imajo višje stopnje rasti prodaje, dobička in sredstev, kar je verjetno posledica višje stopnje vlaganja sredstev. Večja podjetja so tudi bolj donosna.

Tabela 2: Spearmanovi korelacijski koeficienti med nekaterimi neodvisnimi spremenljivkami

leto	ROE	ROE	ROE	ROE	ROE	ROE	CVNI	g(NI)	g(TA)	g(TA)	g(TA)	r(TA)
	CVNI	g(NI)	g(TA)	r(TA)	INTCOV	INVratio	INTCOV	INTCOV	g(SALES)	INTCOV	INVratio	INTCOV
2002	-0,375	0,398	0,626	0,368	0,762	0,544	-0,319	0,395	0,424	0,406	0,732	0,194
2001	-0,444	0,368	0,518	0,392	0,862	0,501	-0,476	0,383	0,380	0,520	0,658	0,382
2000	-0,469	0,365	0,450	0,456	0,824	0,389	-0,414	0,340	0,475	0,304	0,609	0,425
1999	-0,428	0,200	0,417	0,378	0,831	0,266	-0,342	0,200	0,376	0,317	0,511	0,389
1998	-0,517	0,431	0,452	0,436	0,862	0,379	-0,479	0,507	0,271	0,373	0,547	0,449
1997	-0,458	0,346	0,356	0,377	0,863	0,331	-0,353	0,264	0,430	0,296	0,605	0,340
1996	-0,418	0,379	0,272	0,205	0,882	0,352	-0,407	0,406	0,243	0,207	0,380	0,239
vsj	-0,440	0,349	0,431	0,374	0,842	0,381	-0,393	0,342	0,370	0,338	0,601	0,342

Vir: Lasten izračun

Manjša in bolj zadolžena podjetja izplačujejo nižje dividende, kar je v skladu z mnogimi tujimi raziskavami. Kljub temu podjetja, ki rastejo hitreje, izplačujejo višje dividende, kar ni v skladu s pričakovanji, da podjetja, ki večji del dobička zadržijo, ta sredstva namenijo za financiranje svoje večje rasti. Raziskave v tujini kažejo, da v državah, kjer je velik delež dobička izplačan v obliki dividend, zadržani dobički predstavljajo velik delež celotne naložbe, saj podjetja financirajo manjši delež z zunanjimi viri. Podjetja, ki izplačajo nižji delež dobička

v obliki dividend, financirajo večji delež naložb z zunanjimi viri. Tega v primeru Slovenije ne moremo trditi, saj korelacijski koeficienti kažejo šibko, vendar pozitivno povezavo med višino dobička izplačanega v obliki dividend in deležem naložb, financiranim z lastnimi sredstvi.

4. 3. 1. 2 Razlike med aritmetičnimi sredinami vrednosti spremenljivk podjetij v posamezni skupini

Namen logističnega regresijskega modela, ki je opisan v nadaljevanju, je sposobnost ločitve podjetij v dve skupini na podlagi vrednosti neodvisnih spremenljivk. Pogoj za uspešnost takšnega modela je torej obstoj razlik v povprečni vrednosti neodvisnih spremenljivk med posameznima skupinama. V tem delu zato želim ugotoviti, ali obstajajo statistično značilne razlike med aritmetičnima sredinama vrednosti neodvisnih spremenljivk dveh skupin podjetij. Takšna analiza pokaže, ali je mogoče z agregatnimi podatki na ravni skupine pojasniti razlike v vrednosti neodvisnih spremenljivk, kar je osnova za poznejši logistični model, ki temelji na panelni obliki podatkov in upošteva posebnosti posameznega podjetja.

Domneva o razliki med aritmetičnima sredinama je bil preverjena z Man-Whitneyjevim testom, ki je robustnejša oblika t-testa med dvema neodvisnima vzorcema in ga nadomešča, ko vrednosti spremenljivk ne zadoščajo pogoju normalne porazdelitve. Man-Whitneyjev test torej preizkuša ničelno domnevo, ki pravi, da dva neodvisna vzorca pripadata isti populaciji. Test je izveden na podlagi podatkov v posameznem letu, kar pomeni, da je izključena časovna komponenta. Ničelna in alternativna hipoteza sta naslednji:

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2 \quad (3.9)$$

$$H_1 : \mu_1 \neq \mu_2 \quad (3.10)$$

Tabela 3: Man – Whitneyjev test

		ROA	ROE	CVNI	g(NI)	g(TA)	g(SALES)	r(TA)	LEVER.	INTCOV	INVratio	INTINV
2002	Mann-Whitneyjeva U statistika	554	541	701	1.232	864	1.294	717	1.418	679	833	1.212
	Z	-6,067	-6,140	-5,234	-2,224	-4,310	-1,873	-5,143	-1,175	-5,358	-4,486	-2,338
	Stopnja značilnosti (dvostransko)	0,000	0,000	0,000	0,026	0,000	0,061	0,000	0,240	0,000	0,000	0,019
2001	Mann-Whitneyjeva U statistika	635	651	742	1.139	997	1.408	809	1.410	635	1.157	1.104
	Z	-5,511	-5,419	-4,900	-2,632	-3,443	-1,096	-4,517	-1,088	-5,511	-2,530	-2,832
	Stopnja značilnosti (dvostransko)	0,000	0,000	0,000	0,008	0,001	0,273	0,000	0,276	0,000	0,011	0,005
2000	Mann-Whitneyjeva U statistika	419	436	709	971	1.055	1.343	856	1.222	466	1.189	1.151
	Z	-6,717	-6,620	-5,057	-3,557	-3,077	-1,428	-4,216	-2,126	-6,448	-2,310	-2,527
	Stopnja značilnosti (dvostransko)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,002	0,153	0,000	0,033	0,000	0,021	0,012
1999	Mann-Whitneyjeva U statistika	590	617	628	1.547	1.458	1.544	706	1.188	518	1.565	1.359
	Z	-5,667	-5,512	-5,448	-0,158	-0,671	-0,176	-4,999	-2,231	-6,082	-0,055	-1,241
	Stopnja značilnosti (dvostransko)	0,000	0,000	0,000	0,874	0,502	0,861	0,000	0,026	0,000	0,956	0,215
1998	Mann-Whitneyjeva U statistika	302	317	619	1.115	999	1.337	834	1.238	351	1.073	1.564
	Z	-7,325	-7,239	-5,500	-2,645	-3,313	-1,367	-4,263	-1,940	-7,043	-2,887	-0,060
	Stopnja značilnosti (dvostransko)	0,000	0,000	0,000	0,008	0,001	0,172	0,000	0,052	0,000	0,004	0,952
1997	Mann-Whitneyjeva U statistika	365	405	565	1.370	1.060	977	818	1.283	471	1.071	1.479
	Z	-7,110	-6,883	-5,974	-1,403	-3,162	-3,633	-4,536	-1,899	-6,508	-3,099	-0,781
	Stopnja značilnosti (dvostransko)	0,000	0,000	0,000	0,161	0,002	0,000	0,000	0,058	0,000	0,002	0,435
1996	Mann-Whitneyjeva U statistika	301	334	553	1.123	1.427	1.402	866	1.259	380	1.004	1.508
	Z	-7,165	-6,972	-5,691	-2,359	-0,582	-0,728	-3,861	-1,571	-6,703	-3,055	-0,108
	Stopnja značilnosti (dvostransko)	0,000	0,000	0,000	0,018	0,561	0,467	0,000	0,116	0,000	0,002	0,914
Vsa leta skupaj	Mann-Whitneyjeva U statistika	22.054	23.228	32.052	60.084	57.288	68.825	39.956	64.419	24.639	57.567	66.474
	Z	-17,398	-17,034	-14,300	-5,613	-6,479	-2,904	-11,850	-4,280	-16,597	-6,393	-3,633
	Stopnja značilnosti (dvostransko)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,004	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Vir: Lasten izračun

Na podlagi vzorčnih podatkov lahko zavrnilo ničelno hipotezo in sprejmemo sklep, da se povprečna vrednost spremenljivk ROA, ROE, CVNI, rTA in INTCOV med dvema skupinama podjetij v vseh preučevanih letih razlikuje pri stopnji značilnosti, ki je nižja od 0,05. Glede na predhodne ugotovitve lahko potrdimo, da je povprečna vrednost kazalnikov ROE, ROA, rTA in INTCOV v vseh letih višja pri podjetjih, ki so izplačevala dividende, medtem ko je vrednost kazalnika CVNI v vseh letih nižja.

Podjetja, ki so izplačevala dividende, dosegajo torej v povprečju višjo donosnost sredstev in kapitala, imajo večji mnogokratnik pokritosti obresti in so v povprečju večja, poleg tega pa je variabilnost višine njihovega dobička v povprečju manjša. Na podlagi teh ugotovitev lahko sklepamo, da so podjetja, ki izplačujejo dividende, v povprečju finančno uspešnejša in varnejša. Ker lahko potrdimo statistično značilne razlike v povprečnih vrednostih spremenljivk med dvema skupinama za vsa leta, so to tudi potencialne spremenljivke za vključitev v logistični model na osnovi panelne oblike podatkov v nadaljevanju.

Za druge neodvisne spremenljivke ne moremo v vseh letih zavrniti ničelne hipoteze pri stopnji značilnosti, ki je nižja od 0,05, zato tudi ne moremo govoriti o razlikah med povprečno vrednostjo neodvisnih spremenljivk v preučevanem obdobju, čeprav v posameznih letih lahko zavrnilo ničelno hipotezo pri stopnji značilnosti, ki je manjša od 0,05.

4. 3. 1. 3 Model

Odvisna spremenljivka v modelu je DIV1, ki zavzame vrednost 0, če podjetje ne izplača dividend, in vrednost 1, če jih izplača. Rezultati funkcije logistične regresije se najbolj prilegajo začetnim podatkom takrat, ko sta v model kot neodvisni spremenljivki vključeni spremenljivki donosnosti sredstev podjetja (ROA) in relativne velikosti sredstev (rTA).

Za ocenjevanje kakovosti modela logistične regresije obstaja več meril, nobeno od njih pa ni sprejeto tako splošno kot determinacijski koeficient v primeru regresije. Eden od načinov ocene je definiranje funkcije verjetnosti kot verjetnost, da bo napovedan rezultat enak pravemu. Funkcija je v programu STATA 6.0 podana v obliki log likelihood; manjša je njena vrednost, boljši je model. Na podlagi vrednosti te funkcije je izračunan tudi psevdo- R^2 , ki je izpeljanka determinacijskega koeficienta. Izračunan je z naslednjo enačbo (Cox; Snell, 1989):

$$\text{psevdo } R^2 = 1 - \frac{L(\hat{\beta})}{L(\tilde{\beta})} \quad (3.11)$$

Spremenljivka $L(\hat{\beta})$ v enačbi predstavlja vrednost funkcije verjetnosti celotnega modela in $L(\tilde{\beta})$ vrednost funkcije verjetnosti, ko je v model vključena samo konstanta. Vrednost funkcije verjetnosti celotnega modela znaša 288,17, modela, v katerem je vključena le konstanta, pa 347,65. Psevdo R^2 tako znaša 0,17, kar je sorazmerno nizko.

Naslednji kazalnik je statistika χ^2 , ki kaže skupno statistično značilnost vseh spremenljivk v modelu in s tem splošno ustreznost modela. Njena vrednost v modelu znaša 69,99 in na podlagi vzorčnih podatkov lahko zavrremo ničelno hipotezo o skupni neznačilnosti vključenih spremenljivk.

Kazalnik rho daje oceno stopnje nepojasnjene variabilnosti izplačila dividend med podjetji in je rezultat heterogenosti med podjetji oziroma slučajnih vplivov. Višina tega kazalnika v modelu je 0,93, kar je blizu 1 in kaže na nujno uporabo modela s slučajnimi učinki, ki sem ga tudi uporabil.

Za testiranje ustreznosti vključenosti posamezne spremenljivke je napravljen preizkus Z, s katerim sta testirani naslednji hipotezi:

$$H_0 : \beta = 0 \quad (3.12)$$

$$H_1 : \beta \neq 0 \quad (3.13)$$

Statistika Z kaže, da lahko na podlagi vzorčnih podatkov zavrremo ničelno hipotezo pri stopnji značilnosti, nižji od 0,05, in sprejmemo sklep, da sta koeficienta beta za obe neodvisni spremenljivki in konstanta različni od 0. To pomeni, da donosnost sredstev podjetja in relativna velikost podjetja vplivata na verjetnost izplačila dividend.

Tabela 4: Logistični regresijski model na osnovi panelnih podatkov

Spremenljivka	Koeficient	Stand. napaka	Z	P> z
roa	38,748	5225905,000	7,417	0,000
rta	80,415	1398957,000	5,748	0,000
konstanta	-3,088	0,493	-6,261	0,000

Vir: Lasten izračun

Končni model lahko zapišemo z naslednjo enačbo.

$$Y^* = 3,088 + 38,748 \times roa + 80,415 \times rta \quad (3.14)$$

Iz zapisa je razvidno, da višja donosnost sredstev podjetja (ROA) in večja relativna velikost sredstev podjetja (rTA) povečujeta verjetnost izplačila dividend. Vrednost navidezne odvisne spremenljivke Y^* , izračunane na podlagi zgornje enačbe, je pozitivna takrat, ko model predvidi, da je verjetnost izplačila dividende posameznega podjetja večja od 0,5. V tem primeru je torej Y enak 1, kar pomeni, da je podjetje uvrščeno v skupino podjetij, ki izplačujejo dividende.

Kakovost modela se kaže tudi v odstotku pravilno razvrščenih podjetij, zato sem preveril tudi kako uspešno model razvršča podjetja v dve skupini¹⁹.

Tabela 5: Tabela uvrstitve podjetij na podlagi logističnega modela²⁰

		Napovedano	
		Izplača (1)	Ne izplača (0)
Dejansko	Izplača (1)	149	197
	Ne izplača (0)	25	427

Vir: Lasten izračun

V skupino podjetij, ki izplačujejo dividende, model pravilno razvrsti le 149 izmed 346 podjetij, zato delež pravilnih napovedi v tem primeru znaša 46 odstotkov. Model je bolj uspešen pri razvrščanju podjetij v skupino, ki ne izplačuje dividend. V tem primeru je pravilno razvrščenih 427 izmed 452 podjetij, kar je dobrih 94 odstotna uspešnost. Skupno model pravilno razvrsti 576 podjetij, kar znaša dobrih 72 odstotkov vseh podjetij.

Praktična kakovost modela se kaže v izboljšanju rezultata uvrstitve, glede na naključno izbiro, kar merimo z indeksom izboljšanja. Zapišemo ga lahko z naslednjo enačbo:

$$I = \frac{(o/n) - (e/n)}{1 - (e/n)} \times 100 \quad (3.15)$$

Pri tem je:

o – število pravilno uvrščenih podjetij,

n – število vseh podjetij,

e – število naključno pravilno uvrščenih podjetij.

Število naključno pravilno uvrščenih podjetij dobimo s pomočjo sledeče enačbe:

$$e = \frac{1}{n} \sum_{g=1}^k n_k \quad (3.16)$$

Pri tem je:

n_k – število enot v k-ti skupini.

Indeks izboljšanja znaša 43,36, kar pomeni, da uporaba izdelanega modela izboljša moč napovedi za dobrih 43 odstotkov v primerjavi z naključno razvrstitvijo podjetij v dve skupini.

¹⁹ Model sem testiral na podatkih podjetij, ki so bila vključena v izdelavo modela. Za bolj korektno oceno, bi bilo potrebno testirati model na podatkih podjetij, ki v samo izdelavo modela niso bila vključena.

²⁰ Kritična verjetnost je 0,5.

4. 3. 2 Regresijski model

Glavni namen izdelave regresijskega modela je logično nadaljevanje logističnega modela. Cilj slednjega je bil namreč oblikovanje funkcije logistične regresije, ki omogoča na podlagi vrednosti neodvisnih spremenljivk kar najuspešnejše razvrščanje podjetij v dve skupini. Na eni strani v skupino podjetij, ki ne izplačujejo dividend, in na drugi strani v skupino podjetij, ki dividende izplačujejo. Ker se višina dividend med posameznimi podjetji tako z vidika dividendne donosnosti kot z vidika deleža v čistem dobičku precej razlikuje, je zanimivo vprašanje, kateri dejavniki vplivajo na višino dividend podjetja.

V tem delu sem se zato posvetil ugotavljanju dejavnikov, ki vplivajo na višino dividend, ki jo podjetje izplača. Zato je cilj tega dela analize oblikovati linearni regresijski model, s katerim je mogoče kar najbolj pojasniti višino izplačanih dividend na podlagi posameznih lastnosti podjetja. Znova sem izbral regresijski model s slučajnimi učinki.

Populacija podjetij je torej v tem primeru zožena le na podjetja, ki izplačujejo dividende medtem ko podjetja, ki dividend ne izplačujejo, niso predmet tega dela analize. V skladu s tem je ožji tudi vzorec preučevanih podjetij, saj so v njem le podjetja, ki so v posameznem letu preučevanega obdobja izplačala dividende. Število opazovanih enot je tako zmanjšano s 798 na 346. Znova je uporabljena panelna oblika podatkov, ki združuje presečne podatke in časovne vrste. Število opazovanih skupin je zmanjšano s 114 na 69, število opazovanj v skupinah se giblje med 1 in 6, s povprečno vrednostjo 4,4 opazovanja na skupino.

Namen analize je pojasniti višino dividende z višino neodvisnih spremenljivk. Ker je višina dividende izražena kot absolutni znesek dividende na delnico v slovenskih tolarjih, so tudi vse neodvisne spremenljivke izražene v enakem merilu, torej kot znesek na delnico. Model se najbolj prilega podatkom, ko so v analizo vključene naslednje neodvisne spremenljivke:

- DIVT_1: višina izplačane dividende na delnico v predhodnem letu;
- NI: višina dobička na delnico v tekočem letu;
- CA: višina gibljevih sredstev na delnico v tekočem letu;
- STL: višina kratkoročnih obveznosti na delnico v tekočem letu.

Splošen kazalnik kakovosti celotnega modela je determinacijski koeficient oziroma R^2 . V primeru regresijske analize je R^2 izračunan na podlagi regresije podatkov znotraj posamezne skupine opazovanih enot, na podlagi regresije med posameznimi skupinami in na podlagi regresije vseh podatkov v analizi.

Število skupin v analizi je 303, kar pokaže, da v analizi niso upoštevana vsa podjetja, ki so v posameznem letu opazovanega obdobja izplačala dividende. Razlog je vključenost odložene spremenljivke višine izplačane dividende v času $t-1$, in ker gre pri nekaterih opazovanih podjetjih v tem primeru za manjkajočo vrednost, so te enote izključene iz analize.

Z vidika kakovosti modela je najpomembnejši R^2 med skupinami, ki je ocenjen na podlagi povprečnih vrednosti posameznega podjetja v opazovanem obdobju. Velikost tega R^2 v modelu znaša 0,9399. R^2 , ki kaže kakovost modela za ocenjevanje znotraj skupin in znaša 0,4441, R^2 za celotne podatke pa 0,8608. Na podlagi vrednosti determinacijskih koeficientov lahko trdimo, da se funkcija zelo dobro prilega podatkom.

Standardni odklon povprečne vrednosti višine dividend na delnico med podjetji znaša 26,294 tolarja, medtem ko je korelacija višine dividend posameznega podjetja med leti 0,1456. Standardni odklon rezidualov je 184,284 tolarja. S preizkusom $\bar{\chi}^2$ je na podlagi vzorčnih podatkov pri stopnji značilnosti, nižji od 0,05, zavrnjena ničelna hipoteza, ki pravi, da ni variabilnosti med višino izplačanih dividend posameznih podjetij.

Tabela 6: Linearni regresijski model višine izplačane dividende

Spremenljivka	Koeficient	Stand. napaka	Z	P> z
divt_1	0,446	0,036	12,394	0,000
ni	0,108	0,010	10,832	0,000
ca	0,020	0,003	6,558	0,000
stl	-0,013	0,003	-4,409	0,000
konstanta	45,878	18,738	2,448	0,014

Vir: Lasten izračun

S preizkusom Z sta bili testirani naslednji hipotezi:

$$H_0 : \beta = 0 \quad (3.17)$$

$$H_1 : \beta \neq 0 \quad (3.18)$$

Velikost statistike Z pokaže, da so vsi regresijski koeficienti statistično značilni, kar pomeni, da lahko na podlagi vzorčnih podatkov zavrnemo ničelno hipotezo pri stopnji značilnosti, manjši od 0,05.

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

$$\text{div} = 45,878 + \text{divt_1} \times 0,446 + \text{ni} \times 0,108 + \text{ca} \times 0,020 - \text{stl} \times 0,013 \quad (3.19)$$

Povečanje izplačane dividende na delnico v minulem letu za en tolar poveča višino dividende na delnico v tekočem letu za 0,446 tolarja. Zvišanje tekočega dobička na delnico za 1 tolar poveča tekočo dividendo na delnico za 0,108 tolarja. Povečanje gibljevih sredstev na delnico za 1 tolar poveča višino dividende na delnico za 0,020 tolarja. Povečanje kratkoročnih obveznosti na delnico za 1 tolar zniža višino dividende za 0,013 tolarja.

Največjo pojasnjevalno moč v modelu ima višina dividend v predhodnem letu, kar je znamenje, da podjetja pri izbiri politike dividend precejšnje pozornost posvečajo uravnavanju

višine dividend med leti. Kljub temu ne moremo trditi, da je višina tekočih dividend odvisna le od višine minulih dividend, saj na njihovo višino precej vplivata tekoči dobiček ter višina likvidnejših sredstev in kratkoročnih obveznosti.

Podobno kot v modelu logistične regresije ima tudi tu model določeno moč napovedovanja. Če se neodvisne spremenljivke v modelu nanašajo na obdobje t_0 , se odvisna spremenljivka nanaša na obdobje med t_0 in t_1 , saj se dejansko izplačilo dividend zgodi z zamikom glede na realizacijo poslovnega rezultata, na katerega se nanaša. Opisan model je zato uporaben za napovedovanje izplačila dividend, ki se nanašajo na tekoče leto, izplačajo pa se v prihodnjem.

4. 4 SKLEPNE UGOTOVITVE EMPIRIČNE ANALIZE

Analiza podjetij na kumulativni ravni kaže, da se finančni vzvod v slovenskih podjetjih zvišuje. Pri tem se je v minulih letih povečala predvsem kratkoročna zadolženost, medtem ko je delež dolgoročnega dolga v povprečju še vedno relativno nizek.

Profitna marža kot razmerje med čistim dobičkom in prihodki iz poslovanja se je med leti 1996 in 2003 zvišala s 3,7 odstotka na 5,4 odstotka. To je imelo vpliv na povečanje donosnosti sredstev (ROA), ki se je med leti 1996 in 2002 zvišala z 2,8 odstotka na 4,3 odstotka in donosnost kapitala (ROE), ki je zrasel s 4 odstotkov na 6,9 odstotka.

Delež podjetij, ki izplačujejo dividende, se povečuje, saj je v letu 1996 med 114 obravnavanimi podjetji izplačalo dividende 43 podjetij, v letu 2002 pa 57. Kljub temu je v opazovanem obdobju čisti dobiček podjetij naraščal hitreje kot izplačane dividende, zato je trend deleža izplačanega dobička padajoč, kar ni v skladu s splošno sprejetimi ugotovitvami, da delež izplačanega dobička z razvitostjo finančnega trga narašča.

Variabilnost višine dividend je v povprečju nižja od variabilnosti višine dobička, kar pomeni, da podjetja v povprečju ne sledijo vnaprej določenemu deležu izplačanega dobička v dividendah, pač pa zasledujejo politiko stabilne višine dividend. Na to kaže tudi variabilnost višine denarnih tokov, ki precej presega variabilnost višine dividend.

Kumulativna višina dividend v razmerju do knjigovodske vrednosti lastniškega kapitala med leti precej niha, vendar lahko rečemo, da je trend rahlo naraščajoč, kar je posledica nižjega deleža lastniškega kapitala v virih financiranja. To pomeni, da morajo podjetja za vzdrževanje ustaljene višine dividend likvidirati vedno večji delež kapitala.

Donosnost kapitala (ROE), donosnost sredstev (ROA), relativna velikost sredstev (rTA) in kazalnik pokritosti obresti so pri podjetjih, ki izplačujejo dividende, v povprečju višji. To kaže na to, da izplačujejo dividende tista podjetja, katerih poslovanje je donosnejše, so finančno varnejša in relativno večja. Poleg tega je variabilnost dobička teh podjetij nižja, kar se kaže v

povprečno nižjem koeficientu variacije dobička (CVNI). To potrjuje domnevo, da so podjetja, ki izplačujejo dividende, finančno bolj stabilna. Verjetnost izplačila dobička je določena na podlagi donosnosti sredstev podjetja in njegove relativne velikosti z naslednjo logistično funkcijo: $Y^* = 3,088 + 38,748 \times roa + 80,415 \times rta$.

Linearni regresijski model, ki pojasnjuje višino izplačanih dividend, izraženih kot znesek dividende na delnico, ima največjo pojasnjevalno moč, ko so v model kot neodvisne spremenljivke vključene višina dividende v minulem letu, višina tekočega dobička na delnico, višina gibljivih sredstev na delnico in višina kratkoročnih obveznosti na delnico. Model je podan v naslednji obliki, največjo pojasnjevalno moč v modelu ima višina minule dividende: $div = 45,878 + div_{t-1} \times 0,446 + ni \times 0,108 + ca \times 0,020 - stl \times 0,013$.

Glede na to, da ima višina minule dividende višjo moč napovedovanja od drugih spremenljivk, lahko na podlagi vzorčnih podatkov sklepamo, da je glajenje dividend oziroma vzdrževanje neke stabilne politike dividend v Sloveniji pomembno. Korelacijski koeficient med višino dividende na delnico v času t_0 in t_{-1} je 0,8471, kar je več od korelacijskega koeficienta med višino izplačane delnice in višino dobička na delnico, na katerega se izplačilo nanaša in ki znaša 0,8147.

Korelacijski koeficient med dividendo v času t_0 in dobičkom na delnico v času t_1 je 0,6504, kar kaže na zmerno močno povezanost. Tudi determinacijski koeficient regresijske analize, kjer je edina neodvisna spremenljivka višina dividende na delnico v času t_0 , odvisna pa višina dobička na delnico v času t_1 , znaša znotraj skupin 0,0788, med njimi pa 0,7227, kar kaže, da je z višino tekoče dividende mogoče pojasniti zelo majhen del variabilnosti prihodnjega dobička. Znova je razvidno, da je pri določanju politike dividend v Sloveniji pomembna njihova stalnost oziroma, da podjetja dividende določijo v absolutnem merilu in ne kot delež v dobičku.

4. 5 MOŽNI NADALJNI RAZVOJ POLITIKE DIVIDEND V SLOVENIJI

V ravnotežju kapitalskega trga mora donosnost kapitala dosegati zahtevano stopnjo donosnosti s strani lastnikov. Pri tem je treba doseženo donosnost kapitala podjetja računati kot razmerje med dobičkom in tržno vrednostjo kapitala in ne njegovo knjigovodsko vrednostjo. Donosnost kapitala kot razmerje med čistim dobičkom in knjigovodsko vrednostjo kapitala se je v Sloveniji na kumulativni ravni v zadnjih letih relativno precej povečala, kar je posledica spreminjanja strukture financiranja v smeri večje zadolženosti.

Z zniževanjem realnih obrestnih mer in nižjim naložbenim tveganjem se je na slovenskem kapitalskem trgu znižala tudi zahtevana donosnost na kapital podjetij. Če upoštevamo ta dva

dejavnika, lahko rečemo, da se je politika dividend slovenskih podjetij na kumulativni ravni v zadnjih letih z vidika teorije poslovnih financ bližala neki optimalni politiki.

Čeprav se delež lastniškega kapitala v finančnih virih podjetji zmanjšuje, je v Slovenji še kar nekaj podjetij, ki imajo veliko lastniškega kapitala in bi se lahko v primeru velike rasti zadolžila brez velikih problemov. Ker mnoga podjetja nimajo ustreznih naložbenih možnosti, pomeni, da bodo tudi v prihodnje prekapitalizirana, zato bi morala razmišljati o zmanjšanju svojega kapitala tudi s povečanjem dividend.

S konsolidacijo lastništva smo v Sloveniji priča dejavnejšemu upravljanju podjetij s strani lastnikov, kar pomeni, da morajo podjetja predstaviti tehtnejše argumente za zadrževanje dobička. Donosnost vloženega kapitala je vedno pomembnejše merilo tudi pri podjetjih, kjer so bili lastniki v minulih letih pasivni. To spreminja miselnost tudi tistim, ki so v preteklosti menili, da je kapital zastoj in sproža pritiske na izplačilo dividend, kjer se pojavlja problem doseganja zahtevane donosnosti kapitala (Petavs, 2000, str. 12).

Če hočejo v podjetjih bolje spoznati fenomen politike dividend, je treba najprej bolje razumeti pogled delničarjev na same dividende, v naslednji fazi pa oblikovati načine, s katerimi bi jim bilo mogoče predstaviti velikokrat zmotno predstavo o dividendah. Celotna teorija poslovnih financ temelji na predpostavki, da so vlagatelji nenaklonjeni tveganju, to predpostavko pa upošteva tudi politika dividend večine podjetij.

Zdi se, da so dividende z razvojem informacijske družbe in lažjim dostopom do informacij izgubile del svoje naloge. Kljub temu določenemu krogu vlagateljev pomenijo glavni vir informacij o poslovanju določenega podjetja, vendar se lahko tudi vprašamo, kako uporabne so te informacije za investicijske odločitve. Sprememba višine dividend lahko pomeni dober ali slab signal za prihodnjo poslovanje podjetja. Kako se odzove trg, pa je predvsem odvisno od njegove lastne učinkovitosti.

Sama sprememba višine dividend torej sama po sebi ne nudi dovolj informacij za učinkovito delovanje trga, kljub temu se vlagatelji v praksi večkrat odločajo le na podlagi tega dejavnika, kar povzroča neracionalne odločitve vlagateljev. Zato je nemogoče pričakovati, da bodo delničarji nagradili poslovodstvo, ki bo svojo politiko dividend stalno prilagajalo spremenljivim razmeram znotraj podjetja in na kapitalskem trgu, pač pa bodo bolj zaupali poslovodstvu, ki s svojo ustaljeno politiko dividend dolgoročno deluje v korist podjetja in s tem njegovih lastnikov. Tako poslovodstvo kot tudi lastniki podjetja morajo torej razumeti ekonomske posledice politike dividend.

Ko govorimo o možnem prihodnjem razvoju politike dividend v Sloveniji, se je treba zavedati dejstva, da bo sčasoma vse več slovenskih podjetij v rokah tujih lastnikov. Tujci bodo zahtevali višje dividende, saj bodo želeli sami razporejati kapital v posamezne podružnice glede na njihovo donosnost. Tudi podjetja, ki bodo ostala v domači lasti, se bodo morala vse

bolj zavedati, da bo ustrezna politika dividend poleg drugih odločitev eden od dejavnikov konkurenčnosti na skupnem evropskem trgu.

Odkupi lastnih delnic omogočajo v primerjavi z izplačilom dividend podjetju večjo prilagodljivost. Podjetje namreč tako lažje prilagaja svojo naložbeno politiko razmeram v gospodarskem okolju in dejanskim potrebam, saj ga pri tem ne ovirajo minule dividende. Prenehanje odkupovanja lastnih delnic nima negativnih posledic na tržno vrednost podjetja, kot je značilno za prenehanje izplačevanja dividend. Z vstopom Slovenije v Evropsko unijo bodo vodilna slovenska podjetja postala še bolj odvisna od mednarodnih tokov, na njihovo poslovanje pa bo vplivalo vse več dejavnikov, ki bodo težje predvidljivi in na katere podjetja ne bodo imeli nobenega vpliva. S tega vidika bodo odkupi lastnih delnic za mnoga podjetja ustrežnejši način izplačevanja dobička kot izplačilo dividend.

Treba je omeniti tudi vse večji pomen pokojninskih skladov, ki bodo v prihodnje vsekakor vršili pritiske na podjetja za večja izplačila dividend, čeprav naložbe v lastniški kapital zanje niso osnovnega pomena. Navsezadnje bo nadaljnji razvoj dividend odvisen tudi od davčne politike, ki dividend do sedaj ni ne vzpodbujala ne pospeševala.

SKLEP

Dividende predstavljajo razdelitev minulih in sedanjih dobičkov v obliki stvarnih sredstev lastnikom podjetja v razmerju, ki predstavlja njihovo udeležbo v kapitalu. Ko se odgovorni v podjetjih prvič odločajo za izplačilo dividend, je pomembno odgovoriti predvsem na vprašanja, kakšen delež dobička naj bo namenjen lastnikom kapitala, ali naj se dobiček izplača lastnikom v obliki denarnih dividend ali v obliki odkupa delnic, kolikšen znesek nameniti za izplačilo dividend, kako pogosto naj bo izplačilo dividend, kako stabilna naj bo višina dividend ter ali naj podjetje politiko dividend objavi (Brigham, 2002; Dimovski, 1995).

Izplačila dividend so se začela pred več kot 300 leti in se nadaljujejo vse do danes. Skozi zgodovino razvoja modernega podjetja so se v posameznih obdobjih oblikovali različni vzorci dividend. Nekateri med njimi so že izginili, drugi so se občasno pojavljali oziroma se ohranili vse do danes.

Politika dividend vpliva na strukturo finančnih virov podjetja in s tem na stroške financiranja, ki nadalje vplivajo na vrednost podjetja. Poleg tega višina dividend vpliva na količino sredstev, kar zopet vpliva na investicijske odločitve, posredno pa na prihodnje dobičke in vrednost podjetja.

Z vplivom politike dividend na vrednost podjetja se ukvarjajo tri temeljne teorije, ki so si nasprotujoče, vzrok za to pa leži predvsem v predpostavkah, na katerih temelji posamezna teorija. Osnovne tri teorije dopolnjujejo tudi druge teorije, ki so danes večinoma predmet

empiričnih raziskav. Rezultati mnogih empiričnih raziskav, ki so jih izvedli predvsem v ZDA številni avtorji in s katerimi so želeli potrditi, katero izmed obstoječih teorij politike dividend se med seboj bolj ali manj razlikujejo. Glavni vzrok za te razlike je predvsem v tem, da je praktično nemogoče izločiti vplive, ki niso predmet raziskave.

Dividende se večinoma izplačujejo v denarni obliki, vendar so možna izplačila tudi v drugih oblikah. Ena od možnosti so dividende v obliki delnic, podoben cilj imata tudi cepitev delnic in odkup lastnih delnic. Odkup lastnih delnic postaja vse pomembnejša alternativa izplačilu dividend, saj lahko nanje gledamo kot na izplačilo dividend tistim delničarjem, ki si to želijo. Razlog, zakaj se podjetja v zadnjem času vedno bolj odločajo za odkupe lastnih delnic namesto izplačila dividend, so namreč davčni prihranki.

Politika dividend podjetja je odvisna od številnih dejavnikov, ki jih v osnovi lahko razdelimo na notranje in zunanje. Medtem ko so notranji dejavniki posledica posebnosti posameznega podjetja, so zunanji posledica gospodarskega okolja, v katerem podjetje posluje. Izbira optimalne politike dividend zahteva upoštevanje čim večjega števila teh dejavnikov in več, kot jih podjetje upošteva oziroma predvidi, večje pozitivne učinke ima lahko izbrana politika dividend.

Poslovno okolje v različnih gospodarstvih se bolj ali manj razlikuje zaradi razlik v zakonodaji, raznih omejitev in različnega pogleda na podjetniški sektor, ki je predvsem posledica zgodovinskih dejavnikov. Vse to vpliva na različne poglede na politiko dividend med posameznimi gospodarskimi okolji. Tudi empirične raziskave kažejo, da se politika dividend na razvitih kapitalskih trgih in razvijajočih se kapitalskih trgih, razlikuje. Ena od razlik je v tem, da na razvijajočih se trgih dajejo glavni poudarek deležu izplačila dobička podjetja v obliki dividend, medtem ko je sama višina dividend manj pomembna. Rezultat tega je nestanovitna višina dividend na teh trgih. Poleg tega postajajo dividende pomembnejše z večjim odprtjem teh trgov tujcem.

Posebnosti slovenskega gospodarstva, ki so rezultat tranzicije, so bistveno vplivale tudi na odločitve, ki zadevajo politiko dividend v Sloveniji. Politike dividend zato vsaj v prvih letih po privatizaciji ne moremo enačiti s politiko dividend v razvitih tržnih gospodarstvih. Konsolidacija lastništva, ki je sledila fazi razdelitve in ki še vedno počasi poteka, spreminja odnos do politike dividend in verjetno bo potrebno še nekaj časa, da se bo vzpostavil odnos med lastniško in upravljavsko funkcijo, primerljiv z razvitimi gospodarstvi.

Rezultati empirične analize, izvedene v tem delu, kažejo, da se struktura finančnih virov slovenskih podjetij v povprečju približuje strukturi podjetij na razvitih finančnih trgih. Poleg tega se povečuje donosnost sredstev in kapitala, vse to kaže, da je upravljanje teh podjetij vse boljše.

Delež podjetij, ki izplačujejo dividende, se povečuje, vendar je trend deleža izplačanega dobička padajoč, kar ni v skladu s splošno sprejetimi ugotovitvami, da delež izplačanega dobička z razvitostjo finančnega trga narašča. Variabilnost višine dividend je v povprečju nižja od variabilnosti višine dobička, kar pomeni, da podjetja v povprečju ne sledijo vnaprej določenemu deležu izplačanega dobička v dividendah, pač pa zasledujejo politiko stabilne višine dividend. Kumulativna višina dividend v razmerju do knjigovodske vrednosti lastniškega kapitala med leti precej niha, vendar je trend naraščajoč, kar pomeni, da morajo podjetja na kumulativni ravni likvidirati vedno večji delež kapitala.

Donosnost kapitala in sredstev je pri podjetjih, ki izplačujejo dividende, v povprečju višja, poleg tega so ta podjetja relativna večja. Ker je obremenjenost njihovega poslovnega izida s stroški dolga nižja in je njihova variabilnost dobička manjša, so to finančno varnejša in stabilnejša podjetja. Izplačilo oziroma neizplačilo dividend posameznega podjetja najbolj pojasnjuje donosnost sredstev in relativna velikost podjetja.

Pri podjetjih, ki izplačujejo dividende, njihovo višino najbolj pojasnjuje višina dividende v minulem letu, višina tekočega dobička na delnico, višina gibljivih sredstev na delnico in višina kratkoročnih obveznosti na delnico. Največjo pojasnjevalno moč v modelu ima višina minule dividende, vendar so pomembne tudi druge spremenljivke. Pri določanju politike dividend v Sloveniji je tako zelo pomembna njihova stalnost, saj podjetja dividende določijo v absolutnem merilu in ne kot delež v dobičku.

S konsolidacijo lastništva smo v Sloveniji priča dejavnejšemu upravljanju podjetij s strani lastnikov, kar pomeni, da morajo podjetja predstaviti tehtnejše argumente za zadrževanje dobička. Če hočejo v podjetjih bolje spoznati fenomen politike dividend, je treba najprej bolje razumeti pogled delničarjev na same dividende, v naslednji fazi pa oblikovati načine, s katerimi bi jim bilo mogoče predstaviti velikokrat zmotno predstavo o dividendah.

Pričakovati je, da bo sčasoma vse več slovenskih podjetij v rokah tujih lastnikov. Tujci bodo zahtevali višje dividende, saj bodo želeli sami razporejati kapital v posamezne podružnice glede na njihovo donosnost. Tudi podjetja, ki bodo ostala v domači lasti, se bodo morala vse bolj zavedati, da bo ustrezna politika dividend poleg drugih odločitev eden od dejavnikov konkurenčnosti na skupnem evropskem trgu.

Odkupi lastnih delnic omogočajo v primerjavi z izplačilom dividend podjetju večjo prilagodljivost, ki jo bodo slovenska podjetja v Evropski uniji potrebovala, saj bodo postala še bolj odvisna od mednarodnih tokov. Na njihovo poslovanje bo vplivalo vse več nepredvidljivih dejavnikov, zato bodo odkupi lastnih delnic za mnoga podjetja ustrežnejši način izplačevanja dobička kot izplačilo dividend.

Svoje bodo v prihodnje dodali tudi pokojninski skladi, ki bodo v vsekakor izvajali pritiske na podjetja za večja izplačila dividend, čeprav naložbe v lastniški kapital zanje niso primarnega

pomena. Navsezadnje bo nadaljnji razvoj dividend odvisen tudi od davčne politike, ki dividend do sedaj ni ne vzpodbujala ne pospeševala.

LITERATURA

1. Antunovič Peter: Finance podjetja: teorija in praksa. Brdo pri Kranju: Center Brdo, Sklad za razvoj managementa, 1999. 303 str.
2. Berdnik Mojca: Kakšne dividende naj delijo podjetja? Finance, Ljubljana, 1996, 39, str. 11.
3. Berdnik Mojca: Delitev dobička je strateška odločitev. Finance, Ljubljana, 1997, 90, str. 23.
4. Berdnik Mojca: Spotikanje ob dividende. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1997, 47, str. 21.
5. Berdnik Mojca: Direktorji že krotijo dividende. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1999, 33, str. 10.
6. Berneheim B. Douglas, Redding Lee: Optimal money burning: Theory and application to corporate dividend policy. B. k. National Bureau of Economic Research, 1996. 39 str.
7. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: Investments, 5. izdaja. Mc Graw-Hill Companies, 2002. 1015 str.
8. Bradley Michael, Capozza Dennis R., Seguin Paul J.: Dividend policy and cash flow uncertainty [URL: <http://www.umich.edu/~reecon/restate/faculty/div1197.pdf>], 3. 2. 1998.
9. Brav Alon et.al.: Payout policy in the 21st century. B.k. National Bureau of Economic Research, 2003. 40 str.
10. Brezigar Arjana: Empirična analiza funkcije povpraševanja po delu v Sloveniji za obdobje 1992–98. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 34 str.
11. Brigham Eugene F., Daves Phillip R.: International financial management, seventh edition. Thomson learning academic resource center, 2002. 987 str.
12. Cox David Roxbee, Snell E.J.: Analysis of binary data, 2. izdaja. London. Chapman and Hall, 1989. 236 str.
13. Damodaran Aswath: Returning Cash to the owners: Dividend policy [URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/ovhds/divid.pdf>], 15. 6. 2003.
14. De Corti Borko: »Dobičkarji« brez dividend. Večer, Maribor, 2002, 107, str. 10.
15. Debeljak Žiga: Kako določiti »optimalno« kapitalsko sestavo podjetja? Finance, Ljubljana, 2001, 42, str. 12.
16. Desai Mihir A., Foley Fritz C., Hines James R. Jr.: Dividend policy inside the firm [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/nber_W8698.pdf?abstractid=296542], december, 2001.
17. Dimovski Vlado: Politika dividend. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1995, 7, str. 57–59.
18. Drnovšek Jurij: Politika dividend v naših razmerah. Revizor, Ljubljana, 1997, okt, str. 132–147.
19. Frankfurter George M., Wood Bob G.: Dividend policy: theory and practice. Academic Press, 2003. 236 str.

20. George Amy et al.: Dividend Announcements, Earnings Announcements and Stock Prices. [URL: http://www.mnprivatecolleges.com/jstor/images/flip_usd10.pdf], 15.6.2003.
21. Glen Jack D. et al.: Dividend policy and behaviour in emerging markets: To pay or not to pay. Washington DC: The world bank and International finance corporation, 1995. 25 str.
22. Horvat Tatjana: Dividende: megljeno in nejasno. *Gospodarski vestnik*, Ljubljana, 1997, 14, str. 10.
23. Ivanko Uroš: Vrednotenje delnic: dobiček, dividende ali denarni tok? *Finance*, 2000, 46, str. 21.
24. Ivanko, Uroš Bojan: Prosti denarni tok delničarjem kot orodje dividendne politike podjetij. Magistrsko delo. Maribor: Ekonomsko - poslovna fakulteta, 2001. 95 str.
25. Jovanovič, Dušan: Oblikovanje in delitev dividend v delniški družbi. *Kapital*, Ljubljana 12, (2002) 297, str. 38–40.
26. Kovač Bogomir: Dividende za zaupanje. *Finance*, Ljubljana, 1996, str. 2.
27. Krč Matjaž: Šestinštirideset najpogumnejših. *Finance*, Ljubljana, 1994, 76, str. 3.
28. Lease, Ronald C.: Dividend policy : its impact on firm value. Financial Mangement Association, 2000. 219 str.
29. Mooradian Robert M., Yang Shiawee X.: Dividend policy and firm performance: Hotel REITs vs. Non-REIT companies. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Boston, 2001, vol. 7, no. 1, str. 79–87.
30. Mramor Dušan: Financiranje podjetij po odpravi družbene lastnine. 27 simpozij o sodobnih metodah v računovodstvu in poslovnih financah, ZES in ZRFR Slovenije, Portorož 1995, str. 153–168.
31. Mramor, Dušan: Politika dividend v svetu in Sloveniji, *Ekonomska revija*, Ljubljana 47(1996), 3, str. 191–202.
32. Mramor Dušan, Kuhelj - Krajnovič Edita: Politika dividend v svetu in pri nas. *MBS' 97-bilten*, Ljubljana, 1997, str. 94–104.
33. Petavs Stane: Lastniki bi morali zahtevati večje dividende. *Gospodarski vestnik*, Ljubljana, 2000, 31, str. 12.
34. Pfajfar Lovrenc, Arh Franc: *Statistika 1*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998. 252 str.
35. Pike Richard, Neale Bill: *Corporate finance and investment decision and strategies*, 2. izdaja. London: Prentice Hall, 1996. 706 str.
36. Rebernik, Miroslav: Pri dividendah ni vprašanje "da ali ne", temveč "kdaj in kolikšne". *Kapital*, Ljubljana 9 (1999), 218, str. 30.
37. Repovž Leon: Politika razporejanja izida (dividend) in financiranje podjetja. *IKS*, Ljubljana, 1997, 12, str. 38–47.
38. Rogelj Roman: *Vaje iz statistike 2*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999, 244 str.
39. Rován Jože, Turk Tomaž: *Analiza podatkov s SPSS za Windows*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 226 str.

40. Ryan Patricia A., Besley Scott, Wai Lee Hei: An empirical analysis of reaction to dividend policy changes for Nasdaq firms. B.k. Journal of finance and strategic decision, 2000, vol. 13, no. 1. 10 str.
41. Seiler Michael J., Rom Walter: A historical analysis of market efficiency: Do historical returns follow a random walk? B. k.: Journal of finance and strategic decision, 1997, vol. 10, no. 2. 9 str.
42. Sharma Subhas: Applied Multivariate techniques. B.k., John Wiley&Sons, Inc, B. I. 493 str.
43. Stušek Andrej: Politika dividend slovenskega podjetja. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 99 str.
44. Travlos Nickolaos, Trigeorgis Lenos, Vafeas Nikos: Shareholder wealth effects of dividend policy changes in an emerging stock markets: The case of Cyprus. B. k.: Multinational finance journal, 2001, vol. 5, no. 2. 26 str.
45. Zabret Nataša: Politika dividend v slovenskih podjetjih. Magistrsko delo. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta, 2002. 172 str.
46. Zbašnik Dušan: O politiki dividend. Kapital , 10 (2000), 244, str. 32.
47. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga. Postojna, Dej, 1999. 417 str.

VIRI

1. Časnik finance [URL: <http://www.finance-on.net>], oktober, 2003.
2. Gospodarski vestnik [URL: <http://www.gvin.com>], november, 2003.
3. Ibon, Bonitete poslovanja za družbe in s.p., 2003/II.
4. Institute for International Economics [URL: <http://www.iie.com>], oktober, 2003.
5. Klirinško-depotna družba [URL: <http://www.kdd.si>], februar, 2004.
6. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev [URL: <http://www.ljse.si>], februar, 2004.
7. NBER Working papers [URL: <http://www.nber.com/papers>], oktober, 2003.
8. Zakon gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 30/93, 29/94, 20/98, 84/98, 6/99, 45/01, 93/02).
9. Zakon o davku od dobička pravnih oseb – uradno prečiščeno besedilo (Uradni list RS, št. 14/03).
10. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št.110/02).
11. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (Uradni list RS, št.55/92, 7/93, 31/93, 43/93, 32/94, 43/95, 1/96, 30/98, 72/98, 101/99).
12. Zakon o prevzemih (Uradni list RS, št.47/97, 56/99).
13. Zakon o dohodnini (Uradni list RS, št.71/93, 2/94, 1/95, 2/95, 7/95, 11/95, 11/96, 14/96, 18/96, 44/96, 68/96, 10/97, 82/97, 87/97, 13/98, 1/99, 11/99, 36/99, 15/00, 35/02, 31/03, 118/03).

PRILOGE

Priloga 1: Seznam vseh podjetij zajetih v analizo

Zap. št.	Ime podjetja	Koda navadne delnice v KDD	Trg na katerega je delnica uvrščena
1	AERODROM LJUBLJANA, d.d., Brnik-aerodrom	AELG	borzna kotacija
2	AGROKOMBINAT MARIBOR d.d., Maribor	AKMG	prosti trg
3	ALPETOUR POTOVALNA AGENCIJA, d. d., Kranj	APAG	prosti trg
4	AVTO CELJE d.d., Celje	AVCG	prosti trg
5	AVTOPREVOZNIŠTVO IN SERVISI, d.d., Velenje	ASVG	prosti trg
6	BELINKA, d.d., Ljubljana	BELG	prosti trg
7	CAPITA d.d. Ljubljana	CAP1	prosti trg
8	CETIS, d.d., Celje	CETG	prosti trg
9	CINKARNA CELJE, d.d., Celje	CICG	prosti trg
10	COLOR, d.d., Medvode	COMG	prosti trg
11	COMET, d.d., Zreče	CHZG	borzna kotacija
12	CREINA d.d. KRANJ, Kranj	CRKG	prosti trg
13	DANA, d.d., Mirna	DMRG	prosti trg
14	DELO PRODAJA, d.d., Ljubljana	DPRG	borzna kotacija
15	DELO, d.d., Ljubljana	DELR	borzna kotacija
16	DROGA d.d., Izola	DRPG	borzna kotacija
17	DZS, d.d., Ljubljana	DZS	prosti trg
18	EGOLES, d.d., ŠKOFJA LOKA, Škofja Loka	GKRG	prosti trg
19	ELMO, d.d., Ljubljana	IELG	prosti trg
20	EMONA OBALA KOPER, d.d., Koper	EOKG	borzna kotacija
21	ETOL, d.d., Celje	ETOG	borzna kotacija
22	ETRA 33, d.d., Ljubljana	ETRG	prosti trg
23	FRUCTAL, d.d., Ajdovščina	FRAG	prosti trg
24	GEA COLLEGE, d.d., Ljubljana	GEAR	prosti trg
25	GEA TOVARNA OLJA, d.d., Slovenska Bistrica	GSBG	prosti trg
26	GEODETSKI ZAVOD SLOVENIJE, d.d., Ljubljana	GZRG	borzna kotacija
27	GORENJE, d.d., Velenje	GRVG	borzna kotacija
28	GORENJSKI TISK, d.d., Kranj	GTKG	prosti trg
29	GORIŠKE OPEKARNE, d.d., Renče	GORG	prosti trg
30	GOZDNO GOSPODARSTVO BLEDE, d.d., Bled	GGBG	prosti trg
31	GOZDNO GOSPODARSTVO POSTOJNA, d.d., Postojna	GZPG	prosti trg
32	GPG, d.d., Ljubljana	GPG	borzna kotacija
33	GRADIS, GP LJUBLJANA, d.d., Ljubljana	GLJG	prosti trg
34	GRAND HOTEL UNION, d.d., Ljubljana	GHUG	prosti trg
35	HELIOS, DOMŽALE, d.d., Domžale	HDOG	prosti trg
36	HIDROTEHNIK, d.d., LJUBLJANA, Ljubljana	VHLG	prosti trg
37	HOTELI PALACE, d.d.	PALG	prosti trg
38	IMP ČRPALKE LJUBLJANA, d.d., Ljubljana	ICRG	prosti trg
39	IMP KLIMAT, d.d., Ljubljana	KLLG	prosti trg
40	INLES, d.d., Ribnica	IHPG	prosti trg
41	INTARA, d. d.	INTR	prosti trg
42	INTEGRAL JESENICE, d.d., Jesenice	INJG	prosti trg
43	INTEREUROPA, d.d., Koper	IEKG	borzna kotacija
44	INTERTRADE ITA, d.d., Ljubljana	INRG	prosti trg
45	INTERTRADE ITS, d.d., Ljubljana	ITSG	prosti trg
46	ISTRABENZ, d.d., Koper	ITBG	borzna kotacija
47	JADRAN d.d. SEŽANA, Sežana	JASG	prosti trg
48	JAVOR PIVKA, d.d., Pivka	JPIG	prosti trg
49	JELEN GOSTINSKO PODJETJE, d.d., Slovenske Konjice	JESG	prosti trg
50	JUTEKS, d.d., Žalec	JTKG	prosti trg
51	KEMA PUCONCI, d.d., Puconci	KEPG	prosti trg
52	KLASJE CELJE, d.d., Celje	KLAG	prosti trg
53	KOLINSKA, d.d., Ljubljana	KOLR	borzna kotacija
54	KOMPAS HOTELI, d.d., Kranjska Gora	KHKG	prosti trg
55	KOMPAS MTS, d.d., Ljubljana	MTSG	borzna kotacija
56	KOŠAKI TMI, d.d., Maribor	TKMG	prosti trg
57	KRKA, d.d., Novo mesto	KRKG	borzna kotacija

Vir: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev [URL: <http://www.ljse.si>], oktober 2003.

Priloga 1: Seznam vseh podjetij zajetih v analizo – nadaljevanje

Zap. št.	Ime podjetja	Koda navadne delnice v KDD	Trg na katerega je delnica uvrščena
58	KRUH - PECIVO, d.d., Maribor	KPEG	prosti trg
59	LEK d.d., Ljubljana	LEKA	borzna kotacija
60	LESNINA EMMI, d.d., Slovenska Bistrica	LSBG	prosti trg
61	LESNINA, d.d., Ljubljana	MILG	prosti trg
62	LIP BLEDE, d.d., Bled	LLBG	prosti trg
63	LIV POSTOJNA, d.d., Postojna	LIVG	prosti trg
64	LIZ INŽENIRING, d.d., LJUBLJANA, Ljubljana	LIZG	prosti trg
65	LUKA KOPER, d.d., Koper	LKPG	borzna kotacija
66	MARINA PORTOROŽ, d.d., Portorož	MAPG	prosti trg
67	MEDVEŠEK PUŠNIK, d.d., Ljubljana	MPLR	prosti trg
68	MELAMIN, d.d., Kočevje	MKOG	prosti trg
69	MERCATOR, d.d., Ljubljana	MELR	borzna kotacija
70	MERKUR, d.d., Naklo	MER	borzna kotacija
71	MIP, d.d. Nova Gorica	MIPG	prosti trg
72	MITOL SEŽANA, d.d., Sežana	MISG	prosti trg
73	MK TISKARNA, d.d., Ljubljana	MKTG	prosti trg
74	MLAJ Zadobrova, d.d., Ljubljana-Polje	MTZG	prosti trg
75	MLINOTEST, d.d., Ajdovščina	MAJG	borzna kotacija
76	MURALES d.d. LJUTOMER, Ljutomer	MULG	prosti trg
77	NAMA, d.d. LJUBLJANA, Ljubljana	NALR	prosti trg
78	NIKA d.d. BREŽICE, Brežice	NIKN	borzna kotacija
79	NIKO d.d., Železniki, ŽELEZNIKI	NKPG	prosti trg
80	OLJARICA, KRANJ, d.d., Kranj	MOKG	prosti trg
81	PETROL, d.d., Ljubljana	PETG	borzna kotacija
82	PINUS TKI d.d., Rače	PIRG	prosti trg
83	PIVOVARNA LAŠKO, d.d., Laško	PILR	borzna kotacija
84	PIVOVARNA UNION, d.d., Ljubljana	PULG	borzna kotacija
85	PLAMA - PUR, d.d., Podgrad	POPG	prosti trg
86	RADENSKA, d.d., RADENCI, Radenci	RARG	borzna kotacija
87	RTC KRVAVEC, d.d., Cerklje na Gorenjskem	RKRG	prosti trg
88	SALUS, LJUBLJANA, d.d., Ljubljana	SALR	borzna kotacija
89	SATURNUS - AVTOOPREMA, d.d., Ljubljana	SAAG	prosti trg
90	SATURNUS EMBALAŽA, d.d., Ljubljana	SELR	prosti trg
91	SAVA, d.d., Kranj	SAVA	borzna kotacija
92	SAVINJA MOZIRJE, d.d., Mozirje	MSMG	prosti trg
93	SIJAJ HRASTNIK, d.d., Hrastnik	SIHG	prosti trg
94	SLOVENIJALES, d.d., LJUBLJANA, Ljubljana	SLLG	prosti trg
95	SVILA, d.d., Maribor	SVMG	prosti trg
96	SVILANIT KAMNIK, d.d., Kamnik	SKAG	prosti trg
97	SWATY, d.d., Maribor	TUBG	prosti trg
98	TEHNOUNION, d.d., Ljubljana	TEHG	borzna kotacija
99	TEKSTINA, d.d. AJDOVŠČINA, Ajdovščina	TEAG	prosti trg
100	TERME 3000 d.d.	ZMTG	borzna kotacija
101	TERME ČATEŽ, d.d., Brežice	TCRG	borzna kotacija
102	TOPLICE DOBRNA, d.d., Dobrna	ZDDG	prosti trg
103	TOSAMA, d.d., Domžale	TODG	prosti trg
104	TOVARNA SLADKORJA ORMOŽ, d. d.	TSOR	prosti trg
105	TUS KO-SI, d.d., Slovenj Gradec	TUKG	prosti trg
106	UNITAS, LJUBLJANA, d.d., Ljubljana	USLG	prosti trg
107	UPIMO GROUP, d.d., LJUBLJANA, Ljubljana	UPGR	prosti trg
108	VALKARTON, d.d., Logatec	VLOG	prosti trg
109	VELANA d.d., Ljubljana	VLJG	prosti trg
110	ZRC, d.d., TRBOVLJE, Trbovlje	ZRCG	prosti trg
111	ŽELEZARNA RAVNE - MONTER DRAVOGRAD, d.d., Šentjanž pri Dravogradu	ZMDG	prosti trg
112	ŽITO INTES, d.d., Maribor	IMTG	prosti trg
113	ŽITO, d.d., Ljubljana	ZTOG	borzna kotacija
114	ŽIVILA KRANJ, d.d., Naklo	ZKNG	borzna kotacija

Vir: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev [URL: <http://www.ljse.si>], oktober 2003.

Priloga 2: Tabela opazovanih spremenljivk vključenih v analizo

Vir podatkov	Spremenljivka	Oznaka
Splošni podatki	Koda vrednostnega papirja podjetja v KDD	ticker
	Leto na katerega se nanašajo podatki	year
	Kotacija (borzna kotacija=1, prosti trg=0)	list
Podatki o izplačilih dividend	Izplačane dividende (da=1, ne=0)	div1
	Masa navadnih dividend	div
	Višina dividende na delnico	div
	Masa navadnih dividend v času t-1	divt_1
	Višina dividende na delnico v času t-1	divt_1
	Masa navadnih dividend v času t-2	divt_2
	Višina dividende na delnico v času t-2	divt_2
	Masa navadnih dividend v času t-3	divt_3
	Višina dividende na delnico v času t-3	divt_3
	Masa navadnih dividend v času t-4	divt_4
	Višina dividende na delnico v času t-4	divt_4
	Masa navadnih dividend v času t-5	divt_5
	Višina dividende na delnico v času t-5	divt_5
	Masa navadnih dividend v času t-6	divt_6
	Višina dividende na delnico v času t-6	divt_6
	Masa navadnih dividend v času t+1	divt1
	Višina dividende na delnico v času t+1	divt1
	Masa navadnih dividend v času t+2	divt2
	Višina dividende na delnico v času t+2	divt2
	Masa navadnih dividend v času t+3	divt3
	Višina dividende na delnico v času t+3	divt3
	Masa navadnih dividend v času t+4	divt4
	Višina dividende na delnico v času t+4	divt4
	Masa navadnih dividend v času t+5	divt5
	Višina dividende na delnico v času t+5	divt5
	Masa navadnih dividend v času t+6	divt6
	Višina dividende na delnico v času t+6	divt6
	Podatki iz izkaza uspeha	Kosmati donos iz poslovanja
Kosmati donos iz poslovanja na delnico		sales
Amortizacija		am
Amortizacija na delnico		am
Dobiček iz poslovanja		ebit
Dobiček iz poslovanja na delnico		ebit
Stroški obresti		int
Stroški obresti na delnico		int
Čisti dobiček		ni
Čisti dobiček na delnico		ni
Dobiček iz poslovanja pred amortizacijo (EBITDA)		ebitda
Dobiček iz poslovanja pred amortizacijo (EBITDA) na delnico		ebitda
Povprečni dobiček		avni
Povprečni dobiček na delnico		avni

Priloga 2: Tabela opazovanih spremenljivk vključenih v analizo – nadaljevanje

Vir podatkov	Spremenljivka	Oznaka
Podatki iz bilance stanja	Stalna sredstva	fa
	Stalna na delnico	fa
	Gibljava sredstva	ca
	Gibljava sredstva na delnico	ca
	Sredstva skupaj	ta
	Sredstva skupaj na delnico	ta
	Investicije	inv
	Investicije na delnico	inv
	Kapital	ce
	Knjigovodska vrednost delnice	ce
	Dolgoročne obveznosti	ltl
	Dolgoročne obveznosti na delnico	ltl
	Kratkorčne obveznosti	stl
	Kratkorčne obveznosti na delnico	stl
Izračunane računovodske kategorije oziroma kazalniki	Prosti denarni tok	fcf
	Prosti denarni tok na delnico	fcf
	Delež dividend v dobičku	payni
	Delež dividend v FCFE	payfcf
	Delež dividend v kapitalu	payce
	ROA	roa
	ROE	roe
	EBITDA marža	eb_mar
	profitna marža	pr_mar
	Koeficient variacije dobička	cvni
	Rast dobička	gni
	Rast sredstev	gta
	Rast prodaje	gsales
	Velikost sredstev	rta
	Dolgoročne obveznosti / Kapital	leverage
	Pokritost obresti	intcov
	Stopnja investiranja	invratio
Delež investicij financiran z lastnimi sredstvi	intinv	

Priloga 3: Model logistične regresije na panelnih podatkih

Slučajni učinki logit		Število opazovanj	798		
Spremenljivka skupine (i) : ticker1		Število skupin	114		
Slučajni učinki $u_i \sim$ Gausova		Opazovanja na skupino			
		Minimalno	7		
		Povprečno	7		
		Maksimalno	7		
		Wald chi2(2)	69,990		
Log. verjetnosti	288,713	Verjetnost > chi2	0,000		
div1	Koeficient	Stand. napaka	Z	P> z	[95% interval zaupanja]
roa	38,748	5,224	7	0,000	28,510 48,987
rta	80,415	13,990	6	0,000	52,996 107,835
_cons	-3,088	0,493	-6	0,000	-4,055 -2,121
/lnsig2u	2,634	0,320	8.227	0,000	2,007 3,262
sigma_u	3,732	0,597			2,727 5,108
rho	0,933	0,020			0,881 0,963
Test koeficienta verjetnosti pri rho=0			chi2(1) = 183,880	Verjetnost > chi2	0,000

Vir: Lasten izračun.

Priloga 4: Model linearne regresije na panelnih podatkih

Slučajni učinki	GLS regresija	Število opazovanj	303		
Spremenljivka skupine (i) : ticker1		Število skupin	69		
R-sq: Znotraj skupin	0,4441	Opazovanja na skupino	Minimalno 1,0		
Med skupinami	0,9399		Povprečno 4,4		
Celoten	0,8608		Maksimalno 6,0		
Slučajni učinki $u_i \sim$ Gausova		Wald chi2(4)	1234,18		
Corelacija (u_i, X) = 0 (predpostavljena)		Prob > chi2	0,0000		
div	Koeficient	Stand. napaka	Z	P> z	[95% interval zaupanja]
divt_1	0,446	0,036	12,394	0,000	0,37537 0,51640
ni	0,108	0,010	10,832	0,000	0,08812 0,12705
ca	0,020	0,003	6,558	0,000	0,01407 0,02606
stl	-0,013	0,003	-4,409	0,000	-0,01875 -0,00721
_cons	45,878	18,738	2,448	0,014	9,15254 82,60441
sigma_u	76,294				
sigma_e	184,824				
rho	0,146				

Vir: Lasten izračun.

SLOVAR SLOVENSКИH PREVODOV

abnormal return – nadpovprečni donos
agency costs – stroški agentov
agent - poslovodstvo
asymmetric information – asimetrične informacije
Bank for International Settlements – Banka za mednarodne poravnave
bird-in-the-hand theory – teorija vrabca v roki
business risk – poslovno tveganje
clientele effect – učinek strank
colinearity – kolinearnost
confidence interval – interval zaupanja
cross-sectional time-series data – panelne oblike podatkov
debt contract – kreditna zaveza
degrees of freedom – stopinje prostosti
discriminatory activity – diskriminatorne dejavnosti
dividend expectation model – model pričakovanih dividend
dividend irrelevance theory – teorija nevtralnosti
dividend patterns – vzorci izplačila dividend
dividend policy – politika dividend
dividend reinvestment plan (DRIP) – načrt reinvestiranja dividend
dividend yield – dividendni donos
dutch-auction repurchases - nizozemska avkcija
emerging markets – razvijajoči se trgi
ex-dividend date – presečni dan
financial flexibility – finančna prilagodljivost
financial risk – finančno tveganje
fixed effect model – model s stalnimi učinki
fixed-price tender offer - javna ponudba po fiksni ceni
flotation costs – stroški izdaje vrednostnih papirjev
group variable – spremenljivka skupine
growth opportunities – možnosti rasti
lagged variables – odložene spremenljivke
least square dummy variable method – metoda najmanjših kvadratov slamnate spremenljivke
least square method – metoda najmanjših kvadratov
liquidating dividends – likvidacijske dividende
logistic regression – logistična regresija
Man-Whitney U statistics – Man-Whitneyjeva U statistika
multinational companies – mednarodna podjetja
non-discriminatory activity – nediskriminatorne dejavnosti
odds - možnosti
open-market share repurchase - odkup na trgu

principal – lastnik
probability function – funkcija verjetnosti
pseudo determination coefficient – psevdo determinacijski koeficient
random effect model – metoda s slučajnimi učinki
rational expectation model - model racionalnih pričakovanj
real estate investment trust (REIT) - nepremičninski skladi
residual dividend model – model preostalega dobička
stakeholder – deležnik
statistics – statistika
sticky - lepljiv
stock dividend – dividenda v obliki delnic
stock split – cepitev delnic
stocks repurchase – odkup lastnih delnic
targeted stock repurchases - usmerjen odkup lastnih delnic
tax position – davčni položaj
tax preference theory – davčna teorija
tax-adjusted model – model davčne prilagoditve
tax-avoidance model – model izogibanja davkom
test – preizkus
transaction costs – transakcijski stroški
transferable put-rights distribution - prenosljiva prodajna opcija
volatility – volatilitnost
weighted average cost of capital (WACC) – povprečni tehtani stroški financiranja