

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO
POLITIKA DIVIDEND**

Ljubljana, junij 2008

UROŠ BENEDIČIČ

IZJAVA

Študent Uroš Benedičič izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom Aljoše Valentinčiča, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 17. 6. 2008

Podpis: _____

Kazalo

UVOD	1
1 TEORETIČNI VIDIKI	2
1.1 DEFINICIJA POLITIKE DIVIDEND	2
1.2 TEORIJE POLITIKE DIVIDEND IN NJIHOV VPLIV NA CENO DELNICE	3
1.2.1 Pozitivni vpliv ali »vrabec v roki«	3
1.2.2 Negativni vpliv	4
1.2.3 Nevtralni vpliv	5
1.3 TEORIJA SIGNALOV IN TEORIJA KLIENTELE	5
1.3.1 Učinek signalov	5
1.3.2 Učinek klientov	7
1.4 KLJUČNA VPRAŠANJA POLITIKE DIVIDEND	8
1.4.1 Koliko dobička razdeliti?	8
1.4.2 Kako razdeliti del dobička?	9
1.4.3 Kako stabilno naj bo razdeljevanje dobička?	9
1.5 IZPLAČILO DIVIDEND V PRAKSI	10
1.6 POSTOPEK IZPLAČILA DIVIDEND	12
1.7 ALTERNATIVNA IZPLAČILA - ODKUP LASTNIH DELNIC	12
1.8 GIBANJE CEN DELNIC OB IZPLAČILU DIVIDEND TER OB ODKUPU LASTNIH DELNIC	14
1.9 DIVIDENDE IN/ALI ODKUPI LASTNIH DELNIC	15
1.10 DIVIDENDNA POLITIKA Z VIDIKA MANAGERJEV	17
1.11 DIVIDENDE NA TUJIH KAPITALSKIH TRGIH	18
2 ZAKONODAJNI OKVIRI V SLOVENIJI	19
2.1 ZAKON O GOSPODARSKIH DRUŽBAH GLEDE IZPLAČEVANJA DOBIČKOV	19
2.2 ZAKON O GOSPODARSKIH DRUŽBAH GLEDE ODKUPA LASTNIH DELNIC	21
2.3 SLOVENSKI RAČUNOVODSKI STANDARDI O DIVIDENDAH	23
2.4 DAVČNA ZAKONODAJA	24
2.4.1 Fizične osebe	25
2.4.2 Pravne osebe	25
3 EMPIRIČNA ANALIZA	26
3.1 DELEŽ IZPLAČANEGA DOBIČKA V OBLIKI DIVIDEND	27
3.2 DIVIDENDNA DONOSNOST	29
3.3 DIVIDENDNA POLITIKA V ODVISNOSTI OD KONCENTRACIJE LASTNIŠTVA	30
3.4 DIVIDENDNA POLITIKA V ODVISNOSTI OD LASTNIŠKEGA DELEŽA DRŽAVE	32
3.5 DIVIDENDNA POLITIKA TEKOČEGA LETA V ODVISNOSTI OD PRETEKLEGA LETA	34
3.6 RAST VREDNOSTI PODJETIJ V ODVISNOSTI OD PAYOUT RAZMERJA	35
3.7 VIDIK SLOVENSKIH VLAGATELJEV	36
SKLEP	37
LITERATURA IN VIRI	39
PRILOGE	1

Kazalo slik

<i>Slika 1: Rast cene delnice ob dividendi in ob odkupih</i>	<i>14</i>
<i>Slika 2: Povezanost koncentracije lastništva z deležem izplačanega dobička v obliki dividend za leto 2005 (levo) in 2006 (desno).....</i>	<i>31</i>
<i>Slika 3: Povezanost deleža države z deležem izplačanega dobička v obliki dividend za leto 2005 in 2006.....</i>	<i>32</i>
<i>Slika 4: Odvisnosti tekoče dividendne politike glede na preteklo leto za leto 2006.....</i>	<i>34</i>
<i>Slika 5: Rast cene delnice v odvisnosti od deleža izplačanega bilančnega dobička za leti 2005 in 2006.....</i>	<i>35</i>
<i>Slika 6: Rezultat ankete</i>	<i>37</i>

Kazalo tabel

<i>Tabela 1: Delež izplačanega dobička tujih podjetij v letih 2005 in 2006</i>	<i>19</i>
<i>Tabela 2: Dividendna donosnost tujih podjetij v letih 2005 in 2006</i>	<i>19</i>
<i>Tabela 3: Delež izplačanega dobička domačih podjetij v letih 2005 in 2006 po segmentih.....</i>	<i>28</i>
<i>Tabela 4: Dividendna donosnost domačih podjetij v letih 2005 in 2006.....</i>	<i>30</i>
<i>Tabela 5: Parametri regresijskega modela deleža izplačanega dobička v odvisnosti od koncentracije lastništva.....</i>	<i>31</i>
<i>Tabela 6: Parametri regresijskega modela deleža izplačanega dobička v odvisnosti od lastniškega deleža države in njenih povezanih oseb</i>	<i>33</i>
<i>Tabela 7: Parametri regresijskega modela odvisnosti tekoče dividendne politike glede na preteklo leto za leto 2006</i>	<i>35</i>
<i>Tabela 8: Regresijski model odvisnosti rasti cene delnice od dividendne politike za leto 2005 in za leto 2006</i>	<i>36</i>

Kazalo prilog

<i>Priloga 1: Podatki o dividendni donosnosti in payout razmerju za ameriški trg.....</i>	<i>1</i>
<i>Priloga 2: Podatki o payout razmerju slovenskega trga za leto 2005.....</i>	<i>3</i>
<i>Priloga 3: Podatki o payout razmerju slovenskega trga za leto 2006.....</i>	<i>5</i>

Priloga 4: Payout razmerje in podatki o lastništvu slovenskih podjetjih v letu 2005.....	7
Priloga 5: Payout razmerje in podatki o lastništvu slovenskih podjetjih v letu 2006.....	9
Priloga 6: Dividendna donosnost pri slovenskih podjetjih v letu 2005.....	11
Priloga 7: Dividendna donosnost pri slovenskih podjetjih v letu 2006.....	13
Priloga 8: Payout razmerje in dividendna donosnost pri tujih podjetjih v letu 2005	15
Priloga 9: Payout razmerje in dividendna donosnost pri tujih podjetjih v letu 2006	18
Priloga 10: Dividendna donosnost slovenskega kapitalskega trga.....	21
Priloga 11: Povezanost koncentracije lastništva (levo) in deleža države (desno) z deležem izplačanega dobička v obliki dividend za leto 2005 (brez NKBM)	22
Priloga 12: Vpliv preteklega payout razmerja na tekoče payout razmerje.....	23
Priloga 13: Vpliv payout razmerja na rast cene delnice za leto 2005	25
Priloga 14: Vpliv payout razmerja na rast cene delnice za leto 2006	27
Priloga 15: Anketni vprašalnik.....	29
Priloga 16: Podatki pridobljeni z anketo	30
Priloga 17: Slovarček angleških izrazov	34

Uvod

V diplomski nalogi bomo proučevali politiko dividend s poudarkom na empirični analizi slovenskega kapitalskega trga, tako z vidika izplačevalcev kot tudi vlagateljev.

Z vidika vlagateljev je politika dividend zanimiva predvsem zaradi njenega vpliva na vrednost delnice. Neoptimalna dividendna politika ne vodi k največji vrednosti podjetja, kar je glavna skrb vlagateljev. Na drugi strani predstavlja pomembno komunikacijsko orodje v rokah managerjev, preko katerega sporočajo informacije o prihodnjih obetih podjetja. Te informacije so pomembne za vlagatelje pri njihovih investicijskih odločitvah in odločilno vplivajo na njihovo obnašanje. Z managerskega vidika je dividendna politika pomembna tudi pri doseganju optimalne strukture virov financiranja, nenazadnje pa predstavlja tudi pomembno orodje v procesu managerskih odkupov podjetij.

Ta tematika je za področje slovenskega kapitalskega trga še dokaj neraziskana, poleg tega pa na njem veljajo določene zakonitosti, ki so značilne za manj učinkovite trge v primerjavi z zahodnimi kapitalskimi trgi, ki se edini približajo teoretično popolnoma učinkovitim trgom. Gre predvsem za pomemben vpliv države v gospodarstvu, ki je prisotna v lastniški strukturi večjih slovenskih družb.

Cilj diplomskega dela je na primeru slovenskega kapitalskega trga preučiti politiko dividend iz štirih različnih vidikov, in sicer:

- dividendna politika v Sloveniji v primerjavi z zahodnimi trgi kapitala
- dividende z vidika preference in značilnosti vlagateljev
- vpliv koncentracije lastništva na politiko dividend
- vpliv državne vpletenosti v gospodarstvo na politiko dividend

V prvem delu diplomskega dela bomo tematiko najprej osvetlili s teoretskega vidika. V literaturi obstaja precej teorij o politiki dividend in njenem vplivu na vlagatelje ter posledično na ceno delnice, vendar pa so si avtorji precej neenotni glede smeri vpliva. Zadeva je problematična tudi zaradi praktično nemogoče eliminacije vseh ostalih dejavnikov, ki poleg dividendne politike vplivajo na ceno delnice.

V drugem delu smo naredili kratek pregled slovenskega zakonodajnega okvira, ki prav tako igra pomembno vlogo pri določanju dividendne politike. Poseben poudarek je dan slovenski davčni zakonodaji, saj se v večini študij tega področja le-ta šteje kot pomemben element pri izbiri načina distribucije dobičkov družb. Davčno zakonodajo smo pregledali z vidika preferiranja dividend oziroma kapitalskih dobičkov, ločeno za fizične in pravne osebe, saj to daje določeno osnovo za empirično analizo med slovenskimi vlagatelji.

V tretjem delu diplomskega dela smo izpostavili politiko dividend v praksi na primeru večjih slovenskih družb, večine družb borzne kotacije in nekaterih večjih iz prostega trga

Ljubljanske borze. Zanimale so nas predvsem razlike med slovenskimi podjetji in podjetji na razvitih zahodnih trgih. Na vzorcu slovenskih družb smo preverili vpliv koncentracije lastništva ter deleža lastništva države in njenih povezanih oseb na njihovo politiko dividend. Dodatno smo preverili, kako dividende, izplačane v preteklosti, vplivajo na višino sedanje dividende, ter vpliv politike dividend na rast vrednosti delnic teh družb.

V zadnjem delu smo opravili kratko anketo med slovenskimi vlagatelji. Zanimalo nas je, kaj preferirajo – ali dividende ali kapitalske dobičke.

1 Teoretični vidiki

V prvem delu diplomskega dela bomo predstavili ključne teorije in učinke politike dividend ter vprašanja, na katera mora izbrana politika dividend podati odgovore.

1.1 Definicija politike dividend

Primarni namen oziroma cilj delovanja podjetja je maksimizacija vrednosti za lastnike podjetja. Uspešna podjetja naj bi s svojim delovanjem ustvarjala dobiček, ki je tudi osnovno in hkrati najbolj znano merilo uspešnosti. Ustvarjeni dobiček podjetje lahko uporabi na različne načine. Podjetje lahko ustvarjeni dobiček investira naprej ali pa ga razdeli med svoje delničarje (Brigham & Daves, 2004, str. 554).

Poenostavljeno lahko rečemo, da se politika dividend ukvarja z vprašanjem, ali razdeliti dobiček podjetja med svoje delničarje v obliki dividend ali ga zadržati v podjetju in ga reinvestirati za svoje delničarje (Ross, Westerfield & Jordan, 1998, str. 502). Ko se podjetje enkrat odloči, da bo izplačalo dobiček svojim delničarjem, pa se pojavijo v okviru politike dividend sledeča vprašanja: koliko izplačati, na kakšen način izplačevati ter kako stabilno naj to izplačevanje bo (Brigham & Daves, 2004, str. 553).

Dividenda pomeni distribucijo, ki jo podjetje izplača svojim delničarjem. Do dividende so upravičeni delničarji, ki so na presečni datum vpisani v delniško knjigo. Dividenda se običajno izplača v obliki denarnega izplačila ali v obliki dodatnih delnic podjetja. Nanaša se na delnice, ki so na trgu, torej na vse izdane delnice, zmanjšane za lastne delnice (Shim & Siegel, 1989, str. 152).

Politika dividend z odgovori na zgoraj omenjena vprašanja pomembno vpliva na celotni donos delničarja v določenem obdobju in na strukturo tega donosa. Le-ta je sestavljen iz dveh elementov, in sicer kapitalskih dobičkov in dividendne donosnosti. Prvi element je razlika med ceno vrednostnega papirja na začetku obdobja ter ceno na koncu obdobja, kar

predstavlja kapitalski dobiček, drugi del donosa pa je izplačana denarna dividenda (Bodie, Kane & Marcus, 2004, str. 142).

1.2 Teorije politike dividend in njihov vpliv na ceno delnice

Glede izplačevanja dividend obstajajo tri temeljne teorije, ki poskušajo odgovoriti na zgoraj omenjena vprašanja. Teorije so si medsebojno nasprotujoče, empirični dokazi pa so zaradi omejitev pri empiričnih analizah šibki. V nadaljevanju so na kratko predstavljeni ključni argumenti posamezne teorije.

1.2.1 Pozitivni vpliv ali »vrabec v roki«

Avtorja te teorije sta Myron Gordon in John Lintner. Avtorja trdita, da se pri različnih stopnjah izplačila dobička v obliki dividend, spreminja zahtevana stopnja donosnosti lastniškega kapitala s strani vlagateljev. Če preoblikujemo enačbo vrednotenja z diskontiranjem konstantno rastočih dividend (1),

$$P_0 = \frac{D_1}{r_s - g} \quad (1)$$

dobimo:

$$r_s = \frac{D_1}{P_0} + g \quad (2)$$

v enačbah simbol r_s predstavlja zahtevano stopnja donosa, D_1 dividendo v naslednjem obdobju, P_0 ceno delnice na začetku obdobja oziroma danes ter g stopnjo rasti dividend (Brigham & Daves, 2004, str. 554-556).

Iz enačbe (2) je razvidno, da je zahtevana stopnja donosnosti sestavljena iz dveh delov - dividendne donosnosti in stopnje rasti podjetja. Po njunem mnenju vlagatelji dajejo prednost prvi komponenti, to je dividendni donosnosti, saj je bolj gotova kot druga komponenta, ki jo predstavljajo kapitalski dobički (Lintner, 1962; Gordon, 1963).

Avtorja teorije nerelevantnosti politike dividend se s tem ne strinjata, saj vlagatelji dobljene dividende večinoma vlagajo nazaj preko novih nakupov delnic, tako da je na dolgi rok vse odvisno zgolj od tveganosti denarnega toka iz poslovanja podjetja (Miller & Modigliani, 1961).

Pri pozitivnem vplivu naj bi se z večanjem izplačane dividende povečevala ceno delnice. Zagovorniki pozitivnega vpliva trdijo, da pozitivni vpliv izhaja iz asimetrije informacij in slabšega ravnanja managerjev z zadržanimi dobički v primerjavi z zunanjimi viri

financiranja. Ker so managerji bolje obveščeni o poslovanju podjetja, višja dividenda pomeni, da pričakujejo ugoden denarni tok v prihodnosti, kar jim omogoča izplačilo visokih dividend. Drugi argument, da večji delež izplačanega dobička pomeni večjo vrednost za vlagatelje, je, da bodo managerji za nove projekte morali izbrati zunanje vire financiranja, s katerim ravnajo bistveno bolj odgovorno kot z zadržanimi dobički (Berk et al., 2002, str. 174-176).

V raziskavi med slovenskimi podjetji je bilo ugotovljeno, da so delnice podjetij, ki izplačujejo višje dividende, dosegale višje stopnje rasti, kar je v skladu s pozitivno teorijo izplačevanja dividend, saj managerji lahko z višjimi dividendami nakažejo uspešnejše poslovanje podjetja v prihodnosti (Valentinčič, 2004).

1.2.2 Negativni vpliv

Cena delnice in delež izplačanega dobička v obliki dividend naj bi bila negativno povezana, argumenti za to pa so različni.

Zadržani dobički so za financiranje novih projektov cenejši, kot je zunanje financiranje. Z visokim deležem izplačanega dobička je tako verjetnost pridobivanja dražjega zunanjega kapitala večja, obenem pa mora pri pridobivanju zunanjih virov financiranja podjetje objaviti določene informacije o poslovanju, ki jih drugače ne bi (Berk et al., 2002, str. 174-176).

Ta teorija daje pomembno vlogo davčni zakonodaji. Slednja je običajno bolj naklonjena kapitalskim dobičkom kot dividendam, saj so davčne stopnje pri kapitalskih dobičkih precej nižje. Podjetje tako izplača manjši del preko dividend, preostanek pa reinvestira, kar se kasneje odrazi v kapitalskih dobičkih. Dodatno se kapitalski dobički obdavčijo šele ob prodaji vrednostnih papirjev, kar pomeni, da če vlagatelji vrednostni papir držijo daljše obdobje, tudi davek plačajo kasneje. Če torej upoštevamo časovno vrednost denarja, potem davek, plačan čez nekaj let, ni enak davku, plačanemu danes oziroma vsako leto sproti v primeru dividend. V nekaterih državah davčna zakonodaja drugače obravnava tudi podedovane vrednostne papirje. Če torej vlagatelj drži delnice do svoje smrti, se dediči izognejo plačilu davka od kapitalskih dobičkov (Brigham & Daves, 2004, str. 554-556).

Pomemben argument te teorije je razpoložljivost zunanjih virov. Zunanji viri financiranja niso vedno na voljo, kar pomeni, da se lahko zgodi, da podjetje ne bo moglo v izbranem obdobju izpeljati vseh donosnih projektov. Poleg tega so pričakovanja novih lastnikov običajno nižja od obstoječih, zato pri izdaji novih delnic cena delnice pade (Berk et al., 2002, str. 174-176).

Dodatni argument na strani vlagateljev so tudi stroški, ki nastanejo z iskanjem novih naložb, saj vlagatelji prejete dividende reinvestirajo (Antunović, 1999, str. 195).

1.2.3 Nevtralni vpliv

Začetnika te teorije sta Merton Miller in Franco Modigliani. Avtorja sta zavzela stališče, da je vrednost lastniškega kapitala odvisna samo od zmožnosti podjetja za ustvarjanje dobička in od poslovnega tveganja, s katerim se podjetje sooča. Delitev dobička je po mnenju avtorjev povsem brezpredmetna, saj je vlagatelj v delnice podjetja povsem vseeno, kako se njihovo premoženje povečuje, ali preko dividend ali preko kapitalskih dobičkov. Avtorja sta teorijo postavila na podlagi predpostavke, da pri nakupu in prodaji vrednostnih papirjev ni nikakršnih posredniških stroškov, ter da so dividende in kapitalski dobički neobdavčeni. Avtorja ugotavljata, da si vsak posamezni vlagatelj lahko sam oblikuje dividendno politiko, ki mu najbolj ustreza. Če predpostavimo, da podjetje ne izplačuje nikakršnih dividend, lahko vlagatelji, ki želijo določeno dividendno donosnost, prodajo takšen delež svoje naložbe v tem podjetju, ki ustreza želenemu dohodku v obliki dividend v izbranem obdobju. V obratnem primeru, ko podjetje izplačuje dividende, vlagatelj pa tega ne želi, lahko vlagatelj svoje preference uveljavi tako, da z izplačanimi dividendami dokupi delnice podjetja v tej vrednosti (Miller & Modigliani, 1961).

Harry DeAngelo in Linda DeAngelo sta prišla do drugačnih zaključkov ob umiku Modigliani – Miller-jeve predpostavke o 100% izplačilu prostega denarnega toka iz investicij podjetja delničarjem. Tržna vrednost lastniškega kapitala je sedanja vrednost bodočih distribucij delničarjem. Sedanja vrednost distribucij ne more preseči sedanje vrednosti neto denarnih tokov iz investicij, lahko pa pade pod to vrednost, če managerji izberejo neoptimalno distribucijo delničarjem. Optimalna distribucija delničarjem namreč prinese polno vrednost, ki jo generira investicijska politika. S tega vidika je politika dividend enako pomembna kot investicijska politika (DeAngelo & DeAngelo, 2006).

1.3 Teorija signalov in teorija klientele

Poleg zgoraj naštetih treh glavnih teorij, obstajata še dva učinka, ki dodatno pojasnjujeta dividendno politiko. To sta učinek signalov ter učinek klientov.

1.3.1 Učinek signalov

V ekonomski teoriji je običajno uporabljena predpostavka, da so udeleženci na finančnih trgih popolnoma informirani. V realnosti vemo, da popolne obveščenosti ni, ter da imajo določeni vlagatelji, predvsem večji, drugačna pričakovanja od ostalih udeležencev. V

posebno skupino lahko uvrstimo managerje, ki najbolj vedo, kakšni so realni obeti glede bodočega poslovanja podjetja.

V praksi se je pokazalo, da je dvigu dividende pogosto sledila tudi rast cene delnice in obratno. Ena izmed razlag tega pojava govori o tem kot o posledici vlagateljevega preferiranja dividend pred kapitalskimi dobički. Učinek signalov, kot sta ga interpretirala Merton Miller in Franco Modigliani, pa ta pojav razlaga drugače. Podjetja so nagnjena h konstantnim dividendam ali pa k dividendam s konstantno rastjo. Učinek signalov pravi, da je v primeru izplačila višjih dividend od pričakovanih to znak oziroma signal, da imajo managerji dobre obete glede prihodnjih dobičkov, posledično pa tudi o prihodnjih dividendah. Obratno velja ob nižjih dividendah od pričakovanih, kar vlagatelji razumejo kot slabe obete za prihodnje dobičke (Brigham & Daves, 2004, str. 557 – 558).

Dividende bi se po ekonomski logiki zmanjšale v primeru, če bi bilo v prihodnosti pričakovati nadaljnje ali večje zmanjšanje dobičkov (Lintner, 1956, str. 101). To pa danes ne drži povsem, saj so managerji pripravljeni odprodajati sredstva, se zadolževati, odpuščati delavce in zavračati projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo, samo da ne bi zmanjšali dividend, saj se zavedajo, da bi to bil slab znak vlagateljem (Brav, Graham & Harvey, 2005).

Skinner je v svoji raziskavi prišel do potrditve, da dividende vsebujejo določeno informacijsko vrednost. V tem primeru ne gre za klasično teorijo signaliziranja, kot jo predlagata Miller in Modigliani, ki pravita, da gre za signale o bodoči spremembi dobičkov. V tem primeru gre za informacije o kvaliteti dobičkov, pri čemer višja kvaliteta pomeni vzdržnost teh dobičkov v prihodnosti. V zadnjih 25-ih letih so na splošno dobički postali bolj volatilni, raziskava pa je pokazala, da to ne velja za izplačevalce dividend, katerih dobički so bolj vzdržni od povprečja. Povezanost preteklih dobičkov s prihodnjimi je za izplačevalce dividend višja kot za neizplačevalce, prav tako pa je povezanost višja za tista podjetja, ki plačujejo visoke dividende, ter tista, ki so velika in plačujejo visoke dividende (Skinner, 2004).

V raziskavi glede odkupov lastnih delnic in posebnih dividend je bilo ugotovljeno, da sta obe vrsti distribucije izvedeni na podlagi enkratnih odločitev in da ne vsebujeta obveznosti za izplačila v prihodnjih obdobjih (Jagannathan, Stephens & Weisbach, 2000). V povezavi s teorijo signaliziranja je bilo ugotovljeno, da posebne dividende ne vsebujejo signalne vrednosti (DeAngelo, DeAngelo & Skinner, 2000).

Signaliziranje preko dividend naj bi uporabljali predvsem managerji podjetij, ki imajo omejene načine za komuniciranje z vlagatelji. Dejstvo, da 98,8% agregatnih dividend izplačajo družbe, vključene v indeks S&P 500, ne govori v prid temu, saj so v tem indeksu zastopana največja ameriška podjetja. Empirični dokazi tako postavljajo pod vprašaj teoretične predloge glede signaliziranja. (DeAngelo, DeAngelo & Skinner, 2002).

Managersko komuniciranje je poleg informacij o dobičku in dividendah večkrat podprto z mehкими informacijami in tudi z dodatnimi preverljivimi informacijami. Ne glede na to, ali gre za slabe ali dobre novice glede dobičkov, so enako frekventno podprte tako ene kot druge z mehкими informacijami. Frekventnost preverljivih informacij je večja pri pozitivnih novicah. Odziv vlagateljev je pri slabih novicah ne glede na dodatne informacije izredno negativen (v povprečju cena delnice pade za 9,96%). Pri pozitivnih informacijah pride do odziva le takrat, ko so podprte s preverljivimi informacijami. V tem primeru so delnice v povprečju zrasle za 3,84%, medtem ko v ostalih primerih, ko so pozitivne novice sporočene brez podrobnosti oziroma samo z mehкими informacijami, odziva praktično ni bilo (Hutton, Miller & Skinner, 2003).

1.3.2 Učinek klientov

V podjetje vlagajo vlagatelji različnih profilov. Od profila vlagatelja pa je odvisno, kakšna politika dividend mu najbolj ustreza. Za vlagatelje, ki preferirajo višje stopnje izplačil dividend, veljajo predvsem določeni institucionalni investitorji, kot so pokojninski skladi in država. Pri fizičnih osebah pa bi v to skupino uvrstili predvsem upokojence, katerih davčna stopnja je minimalna in ki običajno potrebujejo višje dohodke iz naslova akumuliranega premoženja. Na drugi strani imamo vlagatelje, ki zaradi visokih dohodkov dosegajo visoke mejne davčne stopnje, zato raje vidijo, da jim podjetje izplača čim manj v obliki dividend ter da se dobički podjetja odrazijo v obliki rasti cene delnic. Vlagatelji se lahko prilagodijo politiki dividend. Če se jim zdi dividenda prenizka, lahko prodajo določen delež naložbe v to podjetje. V primeru, da so dividende previsoke, pa lahko le-te vložijo v nakup dodatnih delnic podjetja. Tako eni kot drugi vlagatelji si s tem povzročijo določene stroške. Prvi se srečujejo s posredniškimi stroški, drugi pa poleg teh občutijo tudi dodatno davčno breme. Tako kot se lahko prilagodijo vlagatelji, lahko politiko dividend spreminja tudi podjetje. Vlagatelji se z nakupi in prodajami delnic podjetja prilagodijo novi politiki dividend. Tako neprestano spreminjanje pa ni priporočljivo, saj so s tem povezani določeni stroški in tveganja, kot so posredniški stroški, ki nastanejo ob prodaji, plačilo davkov zaradi realiziranih kapitalskih dobičkov ter pomanjkanje vlagateljev, ki jim ustreza nova politika dividend. Managerji tako niso nagnjeni k neprestanemu spreminjanju politike dividend. Posebej gre izpostaviti tveganje pomanjkanja vlagateljev, saj morajo managerji izbrati tako politiko dividend, ki bo najbolj ugodna za ceno delnice. Če spremenjena politika dividend povzroči, da več vlagateljev proda delnice, kot pa jih na novo pritegne nova politika, bo to negativno vplivalo na ceno delnice, saj bo prodajni pritisk večji. V obratnem primeru, kjer s spremembo pridobijo več vlagateljev, kot jih izgubijo, cena delnice zraste, saj je kupcev več kot prodajalcev (Brigham & Daves, 2004, str. 558 – 559).

DeAngelo, DeAngelo in Skinner v raziskavi izpostavljajo problem razpršitve naložb zaradi visoke koncentracije izplačevalcev dividend. Izplačevalci dividend so večinoma in hkrati le velika podjetja, z nekaterimi izjemami, skoncentriranimi v tehnoloških panogah. Ob tem

se zastavlja vprašanje, ali lahko vlagatelji zadostno razpršijo svoje naložbe ob sočasnem upoštevanju preferenc glede dividend oziroma ali se lahko ob razpršitvi naložb izvršuje tudi učinek strank. To, da trg ne zagotavlja dividendne heterogenosti znotraj posamezne industrije oziroma med industrijami, kaže na to, da učinek strank ne vpliva na odločitve glede dividendne politike podjetja. Empirični dokazi tako ne govorijo v prid teoretičnim predlogom (DeAngelo et al., 2002).

1.4 Ključna vprašanja politike dividend

Pri snovanju politike dividend morajo managerji odgovoriti na tri ključna vprašanja, in sicer: koliko dobička razdeliti, kako razdeliti del dobička in kako stabilno naj bo to razdeljevanje (Brigham & Daves, 2004, str. 553).

1.4.1 Koliko dobička razdeliti?

Pri izbiri deleža dobička, ki bo izplačan delničarjem, mora podjetje oceniti svoje investicijske priložnosti, pri vsaki odločitvi pa mora pred seboj imeti kriterij maksimizacije vrednosti za lastnike. Med dvema možnostma mora izbrati tisto, ki bo lastnikom prinesla največ koristi – bodisi v obliki rasti cene delnice bodisi v obliki izplačila dividend. Pri razdeljevanju pa slika skoraj nikoli ni povsem črna ali povsem bela, saj se večina podjetij odloča za vmesno pot, tako da del dobička reinvestira, del pa nameni lastnikom v obliki izplačil (Brigham & Daves, 2004, str. 554).

Če vzamemo za primer model vrednotenja z diskontiranjem konstantno rastočih dividend, lahko vidimo, da politika dividend nasprotujoče vpliva na dva dejavnika v enačbi (1) na strani 3. Če se poveča izplačana dividenda, podjetju ostane manj sredstev za financiranje potencialnih investicij, zato se temu ustrezno zmanjša stopnja rasti. Matematično gledano mora podjetje pri določanju deleža izplačanega dobička najti pravo razmerje med bodočimi dividendami in stopnjo rasti, in sicer tako, da se maksimira cena delnice (Brigham & Daves, 2004, str. 554).

Koliko dobička izplačuje podjetje, je povezano s trenutno fazo v življenjskem ciklu podjetja. Nadomeščanje zadrževanja dobičkov z distribucijo se prične sčasoma z dozorevanjem podjetja, ko se dobički akumulirajo v zadostni meri in pride do zmanjšanja naložbenih možnosti. V raziskavi so avtorji DeAngelo, DeAngelo in Stulz za merilo vzeli delež zadržanih dobičkov v kapitalu in v celotnih sredstvih, ki nakazuje, v katerem življenjskem ciklu je podjetje. Avtorji so prišli do zaključka, da sestava kapitala statistično značilno vpliva na politiko dividend in je boljši pokazatelj od dveh pogosto uporabljenih meril, profitabilnosti in rasti. Podjetja, ki imajo visok delež zadržanih dobičkov tako v

kapitalu kot v celotnih sredstvih, so torej bolj nagnjena k izplačevanju dividend (DeAngelo, DeAngelo & Stulz, 2005).

1.4.2 Kako razdeliti del dobička?

Preference vlagateljev glede oblike izplačevanja dividend so različne. Vlagatelji se razlikujejo glede svojih davčnih obveznosti, kot jih določa davčna zakonodaja. Slednja dela razlike med pravnimi in fizičnimi osebami, pogostokrat pa so tudi lestvice znotraj posamezne skupine progresivne, kar dela razlike med vlagatelji z nižjimi in višjimi prihodki. Davčna zakonodaja pogostokrat dela razlike tudi med posameznimi vrstami prihodkov, saj dividende in kapitalske dobičke obravnava različno. Vlagatelji se razlikujejo tudi glede likvidnostnega stanja. Nekaterim je prihodek iz naslova dividend vitalnega pomena, medtem ko je drugim priliv v obliki dividende zaradi različnih, pogostokrat davčnih vzrokov, lahko povsem odveč. Za tiste vlagatelje, ki si želijo dividende, obstaja tudi alternativa prodaje dela vrednostnih papirjev podjetja, vendar je to lahko za njih precej manj ugodno kot izplačilo dividend. Pri prodaji namreč ne smemo pozabiti na stroške posredovanja, na drugi strani pa je običajno davčna zakonodaja bolj naklonjena kapitalskim dobičkom. Obenem se davki od kapitalskih dobičkov ne plačujejo takoj, ampak zgolj enkrat na leto (Brigham & Daves, 2004, str. 558 - 559).

V praksi ne poznamo enega samega fiksnega načina distribucije, saj se vzorci nenehno spreminjajo. Pomembna naloga za poslovne finance je identificirati faktorje, ki vplivajo na njihov razvoj (DeAngelo et al., 2000).

1.4.3 Kako stabilno naj bo razdeljevanje dobička?

Dobiček podjetij niha med posameznimi leti, kar je poleg ostalih faktorjev pogojeno tudi s panogo, v kateri podjetje deluje. Investitorji se glede stabilnosti izplačevanja dividend nagibajo bolj h konstantnim dividendam oziroma k dividendam s konstantno rastjo. Za podjetja pa ta rešitev ni najbolj ugodna. Podjetje zaradi nihanja dobička ter tudi denarnega toka med posameznimi leti težko vzdržuje konstantne dividende. Drugi razlog je, da imajo podjetja v posameznem letu različne naložbene priložnosti; v posameznem letu več, v drugem spet manj. V letih, ko je naložbenih priložnosti manj, se podjetje nagiba k višjim dividendam, ko je naložbenih priložnosti več, pa ravno obratno. Pri tem vprašanju imata pomemben vpliv tudi teorija signalov in teorija agentov, ki sta pojasnjeni v razdelkih Učinek signalov in Učinek klientov (Brigham & Daves, 2004, str. 559 - 560).

Z vidika stabilnosti distribucije sta si nasprotujoči teorija signaliziranja in teorija o omejevanju stroškov agentov s pomočjo politike dividend. Za teorijo signaliziranja je ključno, da je dividendna politika dolgoročno stabilna, po kateri do zniževanja dividend ne

prihaja pogosto. Za teorijo o omejevanju stroškov agentov velja ravno nasprotno, saj le-ta zagovarja stališče, da se politika dividend prilagaja gibanju prostega denarnega toka. Tako se managerjem onemogoča, da bi delali bolj za lastne interese kot interese delničarjev (Bradley, Capozza & Seguin, 1998).

V empirični raziskavi je bilo dokazano, da v praksi drži teorija signaliziranja in ne teorija o stroških agentov. V splošni uporabi se tako običajno daje prednost stabilnosti distribucije (Bradley et al., 1998).

1.5 Izplačilo dividend v praksi

V praksi poznamo več politik, na podlagi katerih podjetja izplačujejo dividende. Te so (Berk et al., 2002, str. 176-177):

- **politika preostalega dobička (angl.: *residual dividend model*)**

Dobiček je rezidual, ki je namenjen lastnikom. Razdeli se ga lahko v obliki dividend ali pa se ga reinvestira. Za podjetje je glede financiranja z lastniškim kapitalom nedvomno ceneje uporabiti zadržane dobičke, kot ta sredstva pridobiti na trgu kapitala preko nove izdaje delnic, saj je z novo izdajo delnic povezanih kar nekaj stroškov. Podjetje pa je upravičeno do reinvestiranja zadržanih dobičkov samo v primeru, če jih lahko investira bolje kot investitorji sami. To pa je neposredno povezano z obsegom in donosnostjo investicijskih možnosti, ki jih določeno podjetje ima. Iz omenjenega izhaja, da se stopnje izplačila dobička v obliki dividend lahko precej razlikujejo med posameznimi panogami.

Dejavniki, ki vplivajo na politiko preostalega dobička, so (Berk et al., 2002, str. 176):

- investicijske možnosti podjetja,
- ciljna struktura kapitala,
- razpoložljivost in stroški zunanjega kapitala.

Po tej teoriji torej podjetje izplača v obliki dividend zgolj toliko dobička, kot ga ostane po uporabi za projekte, katerih stopnja donosa je višja od zahtevane donosnosti kapitala.

- **model enakomerno rastočih dividend**

Ta model je primeren predvsem za podjetja, katerih dobički in denarni tokovi so konstantni v času. Enačba (3) na strani 11 definira rast podjetja oziroma rast dividend v odvisnosti od deleža dobička (b oziroma $1-d$), ki je zadržan v podjetju za reinvestiranje, in od donosnosti lastniškega kapitala (ROE).

$$g = b * ROE \quad (3)$$

$$g = (1 - d) * ROE$$

- **politika enakega deleža izplačanega dobička**

Podjetja pri tej politiki, kot že pove samo ime, izplačujejo konstanten delež dobička v obliki dividend. Tudi ta model ni primeren za podjetja, katerih dobički in denarni tok nihajo, saj posledično niha tudi višina dividende, kar se je v praksi izkazalo kot nezaželeno.

- **model enakih nizkih rednih dividend z dodatnimi (posebnimi) dividendami**

Podjetje si pri tej politiki izbere višino dividende, ki jo lahko vzdržuje tudi v slabih letih. Občasno podjetje izplača še dodatno dividendo, za katero pa investitorji vedo, da je dodatna, in je ne razumejo kot signal. Na ta način se podjetja zavarujejo pred padcem cene delnic kot posledice nihanja dividend.

V raziskavah so dali velik poudarek posebnim dividendam. Te so v preteklosti imele bistveno večjo vlogo, kot jo imajo danes. V ZDA je v 40-ih letih prejšnjega stoletja 61,7% podjetij, ki so izplačevala dividende, izplačalo vsaj eno posebno dividendo, medtem ko je v prvi polovici 90-ih let bilo takih podjetij le še 4,9%. To pa ne velja za visoke posebne dividende, ki so celo pridobile na pomembnosti. Zmanjšanje posebnih dividend avtorji pojasnjujejo z učinkom strank, saj so v 50-ih letih bili delničarji večinoma fizične osebe, medtem ko danes prevladujejo institucionalni vlagatelji, ki naj bi posebne dividende prepoznali kot bližnji substitut rednim dividendam (DeAngelo et al., 2000).

Izplačila posebnih dividend so bila po frekventnosti precej podobna rednim dividendam. Podjetja so v obdobju med izplačilom prve in zadnje posebne dividende le-te izplačevala v 90% vseh let znotraj tega obdobja (v povprečju so v obdobju 10-ih let izplačala posebno dividendo v 9-ih letih). Posebne dividende so tako obravnavane kot bližnji substitut rednim dividendam. Dokazi za to so vidni v deležu izplačanega dobička, saj je skupni delež dividend, rednih in posebnih, v dobičku pred prenehanjem izplačil posebnih dividend približno enak izplačilu samo rednim dividendam po prenehanju izplačil posebnih dividend. Dodatni razlog je v tem, da so podjetja bolj pogosto povečala redne dividende takrat, ko so prenehala izplačevati posebne dividende, poleg tega pa so se pogosto povečale redne dividende ob zmanjšanju posebnih dividend. Danes je v veljavi neformalen standard, h kateremu konvergirajo izplačevalci - izplačevanje zgolj rednih dividend štirikrat v letu (DeAngelo et al., 2000).

Odziv vlagateljev na posebno dividendo je ne glede na spremembo in smer spremembe pozitiven, v povprečju cena delnice zraste za 1%. Na drugi strani pa negativnega odziva, ko podjetja umaknejo posebne dividende, ni. To dejstvo pojasnjuje, zakaj so se managerji tako pogosto odločali za tovrstna izplačila (DeAngelo et al., 2000).

Novejše študije kot najpomembnejši dejavnik pri določanju dividend uvrščajo gibanje preteklih dividend, na drugem mestu pa je stabilnost ter sedanja in prihodnja raven dobičkov (Slapničar, 2004, str. 49).

1.6 Postopek izplačila dividend

Postopek izplačila dividend je pomemben z vidika trgovanja z vrednostnimi papirji. Razglasitev višine dividende vpliva na ceno zaradi samega ujemanja s pričakovanji investorjev, pomembna pa je tudi zaradi same upravičenosti do izplačila dividende.

S tega vidika so pomembni štirje datumi, ki pa se med posameznimi trgi zaradi različne zakonodaje in pravil trgovanja ter poravnave razlikujejo. Spodaj naštetimi datumi veljajo za slovenski kapitalski trg. Ti so (Berk et al., 2002, str. 178):

- Datum razglasitve (angl.: *declaration date*) - je datum, ko podjetje objavi višino dividende ter razkrije datum zapisa.
- Datum zapisa (angl.: *holder-of-record date*) - je presečni datum, ko se v delniški knjigi ugotovi, kdo so delničarji, ki so upravičeni do izplačila dividende. V Sloveniji mora od dneva skupščine delničarjev, na kateri se je odločalo o dividendi, do datuma zapisa preteči vsaj dva delovna dneva (Pravila borze, 2007, 37. člen).
- Datum brez dividende (angl.: *ex-dividend rate*) - je prvi trgovalni dan, ko novi delničarji niso več upravičeni do izplačila dividend. Le-ta je običajno nekaj dni pred datumom zapisa, saj se v delniški knjigi transakcije zabeležijo čez nekaj dni, v Sloveniji čez dva dni (Navodila klirinškodpotne družbe za poravnavo borznih poslov, 2007, 4. člen).
- Datum izplačila (angl.: *payment date*) - je datum, ko so dividende dejansko izplačane na transakcijske račune vlagateljev.

1.7 Alternativna izplačila - odkup lastnih delnic

Odkupi lastnih delnic predstavljajo alternativo izplačilu vlagateljem v obliki dividend. Ta način izplačila se je pogosteje začel uporabljati po letu 1980, v letu 1995 pa so odkupi lastnih delnic kumulativno, gledano vrednostno, presegli kumulativna izplačila v obliki dividend (Skinner, 2007).

Za izplačilo v obliki odkupov lastnih delnic se podjetja odločajo zaradi različnih razlogov. V primeru, da podjetje želi spremeniti strukturo financiranja, povečati finančni vzvod, lahko to hitro stori z odkupom in umikom lastnih delnic. Še posebno, če odkupa ne financira iz lastnih sredstev, ampak s finančnim dolgom. Drugi razlog so potrebe po lastnih delnicah za namen nagrajevanja (običajno vodilnih) zaposlenih. Ob enkratnih dogodkih, ko podjetje poveča stanje denarja na aktivih nad normalno raven, kar je po navadi posledica

enkratnega dogodka, lahko podjetje presežek izplača delničarjem. Najenostavneje to stori z odkupi, ki v nasprotju z dividendami ne veljajo za redno ponovljive načine distribucije. Ne nazadnje sklad lastnih delnic lahko uporabi tudi za financiranje prevzemnih aktivnosti (Brigham & Daves, 2004, str. 573).

Prednosti odkupa lastnih delnic (Brigham & Daves, 2004, str. 576-577):

- Odkupi so sprejeti pozitivno, saj vlagatelji sprejmejo to kot signal, da je delnica podjetja podcenjena.
- Vlagatelji imajo izbiro – ali obdržati delnice in doseči kapitalski dobiček, ali unovčiti ter na ta način dobiti denarno izplačilo.
- Managerji se za povečanje dividend odločajo zgolj v primeru, ko ocenjujejo, da bodo lahko tudi v prihodnosti zagotavljali tak nivo dividend. Nižanje dividend namreč vlagatelji obravnavamo negativno. V primerih, ko je možnost višjega izplačila zgolj začasna, se raje odločajo za odkupe.
- Podjetje lahko bolje uravnava skupno distribucijo vlagateljem. Celotno distribucijo razdeli med dividende in odkupe. Del, ki je namenjen dividendam, je manjši in stabilen, del, namenjen odkupom, pa lahko iz leta v leto niha, saj ni negativnih posledic, če odkupa sploh ni.
- Odkupi lahko hitro spremenijo strukturo financiranja podjetja.
- Lastne delnice podjetja lahko uporabijo za nagrajevanje zaposlenih.

Slabosti odkupa lastnih delnic (Brigham & Daves, 2004, str. 577):

- Vlagateljem mogoče ni vseeno, ali dobijo dohodek v obliki dividend ali kapitalskih dobičkov, zaradi tega sta lahko učinka na ceno različna.
- Vlagatelji se ne zavedajo vseh posledic odkupov oziroma nimajo vseh potrebnih informacij glede aktivnosti podjetja.
- Podjetje lahko svoje delnice preplača, še posebej, če gre za večji delež ali pa manj likvidno delnico.

Posebne dividende so pričele izgubljati na pomembnosti, na drugi strani pa so se pojavili vse bolj priljubljeni odkupi delnic. Obe vrsti distribucije sta si podobni v tem, da managerji niso zavezani k ponovitvam. Vse to nakazuje, da bi odkupi lastnih delnic lahko bili nadomestilo za posebne dividende. Dokazi za to so v najboljšem primeru izredno šibki. Prvič: posebne dividende so izgubile na veljavi precej prej, kot so odkupi pridobili na popularnosti. Drugič: delež podjetij, ki je po prenehanju izplačevanja posebnih dividend začel odkupovati lastne delnice, je precej nižji, kot bi pričakovali, če bi šlo dejansko zgolj za zamenjavo načina izplačila (DeAngelo et al., 2000).

Managerji so mnenja, da odkupi lastnih delnic razkrivajo vsaj toliko informacij kot dividende, oboji pa razkrivajo zaupanje managementa glede prihodnjega poslovanja (Brav et al., 2005).

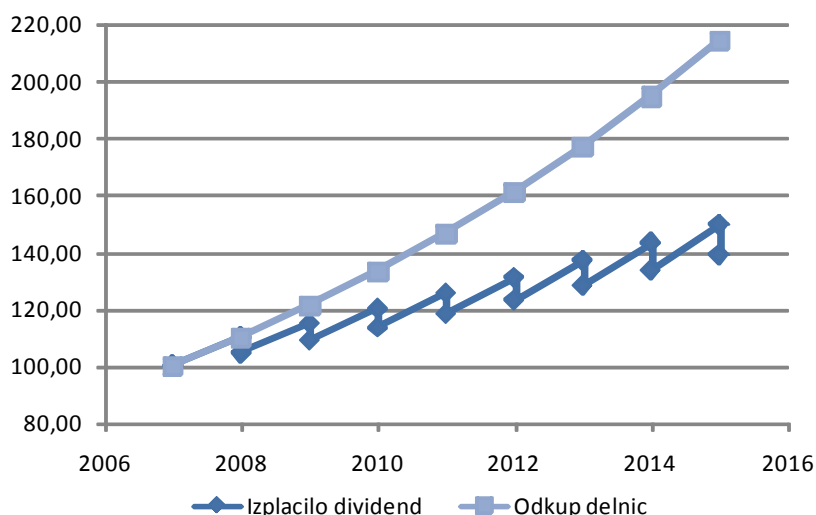
1.8 Gibanje cen delnic ob izplačilu dividend ter ob odkupu lastnih delnic

Z vidika donosnosti vlagateljev je popolnoma vseeno, ob določenih predpostavkah, ali se podjetje odloči za izplačilo dividend ali za odkup lastnih delnic. Če pričakovane proste denarne tokove podjetja diskontiramo s tehtanim stroškom kapitala, dobimo sedanjo vrednost prostih denarnih tokov podjetja. Če to delimo s številom izdanih delnic podjetja, dobimo vrednost delnice (Brigham & Daves, 2004, str. 574).

Po preteku obdobja so se v podjetju generirala presežna denarna sredstva, ki se lahko namenijo izplačilu, hkrati pa so všteta v trenutno vrednost delnice. V primeru izplačila dividend vlagatelj prejme donos v obliki dividend ter v obliki kapitalskih dobičkov. Ker iz podjetja izplačamo odvečna denarna sredstva, se vrednost podjetja zniža, razdeli pa se na enako število delnic, kot je bilo pred odkupom. Tako cena delnice ob izplačilu pade, vendar vlagatelj doseže donos delno z izplačano dividendo ter delno s kapitalskim dobičkom. V primeru odkupa pa se vrednost delnice ne spremeni, saj se vrednost podjetja zmanjša zaradi porabljenih sredstev za odkup lastnih delnic, hkrati pa se zmanjša število delnic na trgu – nasprotna učinka se izničita (Brigham & Daves, 2004, str. 574).

Sam odkup lastnih delnic tehnično ne vpliva na ceno delnice, vpliva zgolj zaradi vsebinskih oziroma informacijski razlogov oziroma signaliziranja (Brigham & Daves, 2004, str. 574).

Slika 1: Rast cene delnice ob dividendi in ob odkupih



Vir: E. F. Brigham, P. R. Daves, *Intermediate financial management*, 2004, str. 575.

Odkupi lastnih delnic po mnenju Wagnerja (2007, str. 11) niso enaki dividendam:

- dividende so predvidljive glede višine in časa, odkupi lastnih delnic ne;
- dividende gredo lastnikom, ki ostajajo lastniki; odkupi lastnih delnic gredo lastnikom, ki bodo izstopili iz lastniške strukture;

- veliko odkupov lastnih delnic je zgolj izravnavanje negativnega učinka na ceno delnic zaradi unovčevanja opcij managerjev;
- Zhou in Ruland (2006, str. 58-69) sta odkrila, da odkupi pozitivno vplivajo pri napovedovanju prihodnjih rasti, vendar dividende vplivajo bistveno bolj;
- odkupi imajo na obstoječe delničarje pozitiven vpliv samo takrat, kadar so izvedeni po nižji ceni od poštene (angl.: *intrinsic*).

Wagner v svoji raziskavi navaja, da so managerji zaradi nagrajevanja v obliki opcij manj nagnjeni k izplačevanju dividend. Opcije managerjev so lahko vezane na gibanje cene delnice podjetja. Managerji imajo v tem primeru interes, da se maksimira cena delnice (Wagner, 2007, str. 9). S tega vidika so za managerje odkupi bolj zanimivi, saj ob vsem ostalem nespremenjenem, cena delnice podjetja, ki izplačuje dividende, raste počasneje, kljub temu, da delničarji dosegajo enak donos – delno z izplačanimi dividendami, delno pa s kapitalskimi dobički. Delničarji podjetij, ki ne izplačujejo dividend, enak donos dosegajo samo s kapitalskimi dobički (Brigham & Daves, 2004, str. 574).

1.9 Dividende in/ali odkupi lastnih delnic

Moderno utemeljitev politike dividend je podal Lintner (1956, str. 97-113). Z anketiranjem managerjev je prišel do zaključkov, da so dividende »lepljive« (ko dosežejo določen nivo, se managerji neradi odločajo o nižanju dividend), določene so z dolgoročnimi vzdržnimi dobički ter so iz leta v leto izravnane (ni velikih nihanj). Ključna pri njegovih rezultatih je ugotovitev, da managerji pri določanju dividendne politike ciljajo dolgoročni delež izplačanega dobička (angl.: *payout ratio*).

V ZDA se je število izplačevalcev dividend v obdobju od leta 1978 do 1999 zmanjšalo iz 66,5% na 20,8%. Fama in French navajata dva ključna vzroka za ta upad. Prvič: v tem obdobju se je pojavilo veliko število majhnih novih podjetij, katerih delnice kotirajo na borzah, poleg tega pa se je pri teh podjetjih postopoma zmanjšala tudi dobičkonosnost v tem obdobju. Majhna, nizko dobičkonosna podjetja pa so tipični primeri neizplačevalcev dividend. Drugič: nagnjenost k izplačevanju dividend se je na splošno zmanjšala med vsemi podjetji. Zmanjšal se je delež tako med velikimi kot tudi med majhnimi podjetji, med dobičkonosnimi in nedobičkonosnimi, delež med podjetji z veliko investicijskimi možnostmi kot tudi med tistimi z malo investicijskimi možnostmi, tako med obstoječimi plačniki, bivšimi plačniki kot tudi med podjetji, ki še nikoli niso izplačevala dividend (Fama & French, 2001).

Do enakih zaključkov so prišli Ferris, Sen in Yui (2006) na podlagi podatkov angleških podjetij. Razlika s prej omenjeno raziskavo Fama in French je zgolj v tem, da padec izplačevalcev dividend ni tako visok kot v ZDA ter da se je pojavil šele pred kratkim in ne gre za splošni dolgoročni trend, kot to velja v ZDA, kjer padanje traja že več kot 20 let.

V obdobju upadanja izplačevalcev dividend v ZDA se je hkrati povečalo agregatno izplačilo dividend. To je predvsem posledica dejstva, da so dividende prenehali izplačevati majhni izplačevalci, medtem ko so veliki izplačila še povečali. Slednji so torej več kot odtehtali izpad manjših izplačevalcev. Koncentracija izplačevalcev se je tako povečala (DeAngelo et al., 2002).

Možni vzroki za zmanjšanje števila izplačevalcev dividend so zmanjšanje transakcijskih stroškov pri prodajah, delno tudi zaradi vzajemnih skladov, večjega števila opcijskega nagrajevanja managerjev, ki imajo raje kapitalske dobičke kot dividende, ter boljše tehnike nadziranja managerjev in posledično zmanjšana vloga dividend pri nadziranju stroškov agentov (Fama & French, 2001).

Do podobnih zaključkov kot Fama in French glede upada števila izplačevalcev sta prišla tudi Baker in Wurgler (2004). Kot razlog za upad dividend avtorja navajata manjše povpraševanje delničarjev po dividendah, čemur so se managerji ustrezno prilagodili.

V raziskavi iz leta 1978 avtor izpostavlja vprašanje, zakaj se podjetja v takem obsegu odločajo za izplačilo dividend, problematiko pa poimenuje dividendna uganka. Le-ta je sestavljena iz dveh delov, skupna pa jima je davčna neučinkovitost na strani delničarjev. Kot prvo, dividende so bolj obdavčene kot odkupi lastnih delnic. Odkupi lastnih delnic so bolj obdavčeni, kot če bi podjetje zadržalo dobičke, delničarji pa bi svoj donos zaslužili v obliki nerealiziranih kapitalskih dobičkov, davek pa bi plačali šele ob prodaji. Menijo, da je kakršnokoli izplačevanje slabše kot zadrževanje dobičkov (Black, 1976).

Fama in French (2001) sta prišla do zaključka, da so velika podjetja z visoko dobičkonosnostjo in nizko rastjo (z manj investicijami) nagnjena k izplačevanju dividend, medtem ko obratno, manjša podjetja največkrat zadržujejo oziroma akumulirajo dobičke.

Odkupi lastnih delnic so se pojavili v začetku 80-ih let, danes pa dosegajo dividende na agregatnem nivoju. Delež podjetij, ki plačujejo samo dividende, se je od leta 1980 do 2005 zmanjšal iz 13 na 7%. Skupini, ki plačuje redne dividende in občasno odkupuje, se je delež med vsemi podjetji zmanjšal iz 7 na 2%. Raziskava je pokazala, da so odkupi danes prevladujoč način distribucije dobičkov delničarjem. Politika dividend je postala še bolj konzervativna, dividende pa se izplačujejo v večini primerov zgolj zaradi tradicije oziroma zgodovine izplačevanja. Večina podjetij, ki samo odkupuje delnice, ni nikoli izplačevala dividend (Skinner, 2007).

Raziskava je pokazala, da najmanjša skupina podjetij, to so tista, ki plačujejo dividende in odkupujejo lastne delnice, hkrati prispevajo največji delež v agregatnih izplačilih. Pri tej skupini odkupi vedno bolj absorbirajo nihanja v dobičkih in v tem smislu nadomeščajo dividende. Odkupi se hitro prilagajajo nihanjem v dobičku, medtem ko je povezava med

dividendami in dobički šibka. Odkupi se bolje prilagajajo v dve do triletnem obdobju kot pa v enem samem. Dobički so tisti, ki določajo velikost odkupov v obdobju dveh do treh let, kdaj v tem obdobju pa bo prišlo do odkupov, je odvisno od ugodnosti ostalih faktorjev, ki vplivajo nanje. Pri drugih dveh skupinah, podjetjih, ki redno odkupujejo, in podjetjih, ki občasno odkupujejo, so odkupi pojasnjeni z gibanjem dobičkov. Pri podjetjih z rednimi odkupi se odzivajo še bolj kot pri prvi skupini, prav tako bolje v dve do triletnem obdobju (Skinner, 2007).

Med dividendami in odkupi obstaja fundamentalna razlika. Primarni cilj dividend je distribucija delničarjem, primarni cilj odkupov pa povečevanje vrednosti delnice. Avtor raziskave navaja, da sta izginjevanje dividend in vse pomembnejša vloga odkupov delnic posledici učinka strank. V 80-ih letih so se pojavili prevzemni pritiski, ki so bili posledica povečanega deleža lastništva institucionalnih vlagateljev. Odkupi pa so služili kot orodje za zviševanje cene (DeAngelo et al., 2000).

Povečano število odkupov v zadnjih letih ne pojasnjuje zmanjšanja števila izplačevalcev dividend, saj so odkupi v veliki meri v domeni izplačevalcev dividend in je njihov primarni namen povečati izplačila ob že tako visokih dividendah (Fama & French, 2001).

1.10 Dividendna politika z vidika managerjev

Med managerji je bila opravljena še ena raziskava, s katero so želeli ugotoviti, kateri faktorji vplivajo na določanje višine dividend in višine odkupov lastnih delnic, ki igrajo vedno pomembnejšo vlogo pri distribuciji dobičkov. Zaključki raziskave so pokazali, da je dividendna politika enakovredna investicijskim odločitvam podjetja, medtem ko so odločitve o odkupih lastnih delnic sekundarnega pomena, določeni pa so s preostankom denarnega toka po investicijah. Managerji so se prej pripravljeni odreči nekaterim projektom s pozitivno neto sedanjo vrednostjo ali se zadolžiti kot pa znižati dividende, kar pa ne velja za odkupe. Močno nasprotujejo nižanju dividend. Dividende in odkupe ne gledajo enakovredno, saj bi se ob odvečnih sredstvih prej odločili za odkupe kot za dividende, ki so med vsemi možnostmi na zadnjem mestu (Brav et al., 2005). To je v nasprotju s teorijo, ki jo predlagata Modigliani in Miller (1961), saj je po njunem mnenju dividendna politika podrejena investicijskim odločitvam.

Študija je pokazala, da dolgoročno payout razmerje ni več primarni faktor določanja dividendne politike. Izredno pomembno vlogo pri odločitvah igrajo pretekle dividende. Pri politiki dividend se managerji dejansko odločajo o tem, ali dvigniti dividendo ali ne. Najpomembnejši cilj tako ni payout razmerje, ampak dividenda na delnico. Pomemben faktor so tudi obeti za prihodnost, kar velja tudi za odkupe lastnih delnic. V nasprotju s pričakovanji je davčna zakonodaja pri tem sekundarnega pomena (Brav et al., 2005).

Odkupi lastnih delnic so v primerjavi z dividendami po mnenju managerjev bolj fleksibilna oblika izplačil. Faktorji, ki vplivajo na odkupe lastnih delnic, so predvsem nizka vrednost delnic podjetja, pomanjkanje zanimivih investicij, primernost oziroma zadostna razpoložljivost delnic podjetja ter vplivanje na kazalnik dobička na delnico. Najpomembnejši cilj, ki ga zasledujejo pri odkupih, je ciljanje denarne vrednosti odkupa (Brav et al., 2005). Skinner (2007, str. 2) pri faktorjih za odkup lastnih delnic dodatno navaja še financiranje prevzemov in združitvev ter izničenje učinka zaradi unovčevanja opcij zaposlenih.

Do pomembnih razlik med izplačevanjem dividend in odkupov lastnih delnic prihaja tudi pri podjetjih, ki zaenkrat svojih dobičkov ne izplačujejo investitorjem, vendar bi s tem procesom šele začela. Pri tistih podjetjih, ki ne izplačujejo dividend, sta za začetek izplačevanja odločujoča dva dejavnika: vzdržno zvišanje dobičkov in zahteve institucionalnih investitorjev. Na začetek odkupovanja lastnih delnic pa vplivajo podcenjenost delnice, odvečna sredstva ali pomanjkanje investicijskih priložnosti, povečana likvidnost delnice in pritisk s strani institucionalnih investitorjev (Brav et al., 2005).

Za način izplačila je pomembno prepričanje managerjev, da so dividende pomembne malim vlagateljem oziroma individualnim vlagateljem, medtem ko so institucionalni investitorji indiferentni med dividendami in odkupi (Brav et al., 2005).

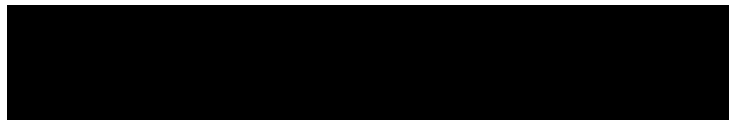
1.11 Dividende na tujih kapitalskih trgih

Osnova analizi naj bodo dolgoročna zgodovinska povprečja na ameriškem trgu. V svojem članku Ralph Wagner (2007, str. 8-11) navaja zgodovinsko 70 letno povprečno letno rast dividend družb, vključenih v indeks S&P 500, na ravni 5,6%. Ključne spremembe so se zgodile okoli leta 1993. Podjetja so do takrat v povprečju izplačevala okoli 50% svojih dobičkov v obliki dividend, po letu 1993 pa je to razmerje drastično padlo na 30-40% letno. Dividendna donosnost je bila od srede 90-ih let naprej tako zgolj okoli 1,8%. S povečanjem dela izplačanega dobička iz 30% na 50% bi se ta stopnja dvignila na okoli 3%, kar je zgodovinsko gledano še vedno nizko. Včasih je namreč veljalo prepričanje, da če je dividendna donosnost pod 3%, pomeni to pregretost trga.

Izračune smo preverili na podatkih o izplačanih dividendah podjetij v indeksu S&P 500 od leta 1960 naprej. Dividende so od leta 1960 do vključno 1993 rasle v povprečju 5,9% letno, medtem ko so od leta 1994 do vključno 2006 rasle po povprečni stopnji 5,5%. Od leta 1960 do vključno 1993 so podjetja v povprečju izplačala 52,69% svojih dobičkov. Od leta 1994 do 2006 pa zgolj 36,61%, pri čemer je potrebno dopolniti, da je to razmerje v letu 2006 znašalo le 30,56%. Podatki in izračuni so vzeti iz baze Damodaran Online in so na voljo v Prilogi 1.

V Tabeli 1 so izračunani podatki o deležu izplačanega dobička za zadnji dve leti za celotni ameriški trg. Podatki so vzeti iz baze Damodaran Online, podrobnejši podatki po posameznih industrijah pa so na voljo v Prilogi 8 in Prilogi 9.

Tabela 1: Delež izplačanega dobička tujih podjetij v letih 2005 in 2006

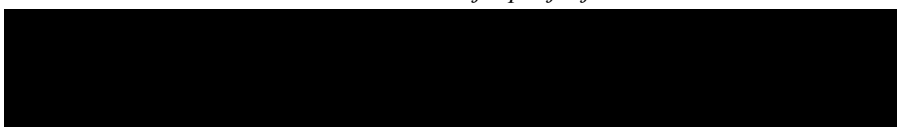


Vir: Damodaran Online [baza podatkov], 2008; Priloga 8; Priloga 9; Lastni izračuni.

V tabeli 1 je moč opaziti rahel padec deleža izplačanega dobička v letu 2006 v primerjavi z letom 2005. Payout razmerje se giblje okoli 33-35%, kar je zelo podobno zgornjim izračunom za največja ameriška podjetja.

Tabela 2 prikazuje dividendno donosnost ameriških družb. Podatki so zajeti iz iste baze kot za izračun deleža izplačanega dobička. Dividendna donosnost se za obravnavani leti ni spremenila in je znašala dobrih pol odstotka. V primerjavi z dolgoročnim zgodovinskim povprečjem 3% je vrednost izredno nizka. Ne smemo pozabiti, da v teh izračunih niso upoštevani odkupi lastnih delnic, ki se na agregatnem nivoju v zadnjih letih gibljejo na približno enaki ravni kot agregatne dividende.

Tabela 2: Dividendna donosnost tujih podjetij v letih 2005 in 2006



Vir: Damodaran Online [baza podatkov], 2008; Priloga 8; Priloga 9; Lastni izračuni.

2 Zakonodajni okviri v Sloveniji

V tem razdelku diplomskega dela smo pregledali ključne pravne akte, ki vplivajo na politiko dividend oziroma na postopek izplačila le-teh. Gre za zakon o gospodarskih družbah, mednarodne računovodske standarde in davčno zakonodajo.

2.1 Zakon o gospodarskih družbah¹ glede izplačevanja dobičkov

Predlog glede delitve bilančnega dobička poda uprava družbe skupaj z letnim poročilom (ZGD-1, 2006, 272. člen). Preden pa se dobiček lahko deli v obliki dividend, mora biti zadoščeno zakonski zahtevi, da se mora pri sestavljanju bilance za preteklo poslovno leto 5% čistega dobička, zmanjšane za kritje morebitnih prenesenih izgub iz prejšnjih let,

¹ V nadaljevanju ZGD.

odvesti v zakonske rezerve, če zakonske ter del² kapitalskih rezerv skupaj ne dosežajo 10% osnovnega kapitala (ZGD-1, 2006, 64. člen).

Bilančni dobiček se lahko uporabi po točno določenem vrstnem redu, ki je sledeč (ZGD-1, 2006, 230. člen):

1. kritje prenesene izgube;
2. oblikovanje zakonskih rezerv;
3. oblikovanje rezerv za lastne deleže;
4. oblikovanje statutarnih rezerv;
5. oblikovanje drugih rezerv iz dobička.

O oblikovanju drugih rezerv iz dobička odločajo organi vodenja ali nadzora, vendar lahko za te namene uporabijo zgolj polovico preostanka dobička po oblikovanju zgoraj naštetih obveznih rezerv. V primeru, da letno poročilo sprejema skupščina delničarjev, in ne poslovodstvo, o oblikovanju drugih rezerv iz dobička odloča skupščina (ZGD-1, 2006, 230. člen).

V Sloveniji se v nasprotju z anglosaksonskimi državami daje večji poudarek pri delitvi dobička zaščititi upnikov in diskrecijski pravici uprave kot pa delničarjem, ki so v anglosaksonskih državah relativno bolj pomembni (Slapničar, 2004, str. 44).

Skupščina delničarjev odloča o uporabi bilančnega dobička (ZGD-1, 2006, 230. člen). Bilančni dobiček ni enak čistemu dobičku poslovnega leta, ampak se izračuna po sledečem postopku (ZGD-1, 2006, 66. člen):

Čisti poslovni izid obračunskega obdobja
+/- Preneseni dobiček/Prenesena izguba
+ Zmanjšanje (sprostitve) rezerv iz dobička ločeno po posameznih vrstah teh rezerv
- Povečanje (dodatno oblikovanje) rezerv iz dobička ločeno po posameznih vrstah teh rezerv
= bilančni dobiček

Bilančni dobiček se med drugim (lahko, ni pa nujno) uporabi tudi za izplačilo dividend. Skupščina delničarjev o delitvi bilančnega dobička odloča v osmih mesecih po koncu poslovnega leta (ZGD-1, 2006, 294. člen), pri odločanju o uporabi bilančnega dobička pa ni vezana na predlog organov vodenja ali nadzora. Delež razdeljenega dobička se med

² Kapitalne rezerve, ki se pri tem upoštevajo, so iz sledečih virov:

- zneski, ki jih družba pridobi iz vplačil, ki presegajo najmanjše emisijske zneske delnic ali zneske osnovnih vložkov (vplačani presežek kapitala),
- zneski, ki jih družba pridobi pri izdaji zamenljivih obveznic ali obveznic z delniško nakupno opcijo nad nominalnim zneskom obveznic,
- zneski, ki jih dodatno vplačajo družbeniki za pridobitev dodatnih pravic iz deležev.

delničarje razdeli glede na njihov delež v osnovnem kapitalu, lahko pa tudi drugače, če tako določa statut družbe (ZGD-1, 2006, 231. člen). Skupščina pa lahko bilančni dobiček uporabi tudi za druge namene, kot sta na primer oblikovanje dodatnih drugih rezerv iz dobička in nagrajevanje zaposlenih. Bilančni dobiček se lahko ne razdeli, v tem primeru se prenese v naslednje leto, in je zabeležen kot preneseni dobiček (ZGD-1, 2006, 230. člen).

Podjetje mora za izplačilo imeti likvidna sredstva, da lahko izglasovane dividende tudi izplača. Največkrat podjetja ta sredstva oziroma dobičke uporabijo za nadaljnje investiranje. Še posebej to velja za hitro rastoča podjetja, ki potrebujejo vire za financiranje povečevanja obratnega kapitala. S tega vidika je tudi logično, da podjetja v visoko tehnoloških panogah izplačujejo izredno nizke dividende oziroma jih velikokrat sploh ne izplačujejo. Citiram: "Bilančni dobiček je vir sredstev, ne pa sredstvo samo." (Slapničar, 2004, str. 45).

S sklepom o uporabi bilančnega dobička skupščina razdeli bilančni dobiček, sklep pa mora vsebovati podatke o (ZGD-1, 2006, 293. člen):

- višini bilančnega dobička,
- delu bilančnega dobička, ki se razdeli delničarjem,
- delu bilančnega dobička, ki se odvede v druge rezerve iz dobička,
- delu bilančnega dobička, o katerega uporabi bo odločeno v naslednjih poslovnih letih (preneseni dobiček),
- delu bilančnega dobička, ki se uporabi za druge namene, določene v statutu.

Sklepe skupščine o delitvi bilančnega dobička lahko delničarji izpodbijajo v primeru, ko jim je bilo razdeljeno manj kot 4% osnovnega kapitala (če so seveda okoliščine dopuščale več). Tožbo lahko vložijo delničarji, katerih delež je večji ali enak dvajsetini osnovnega kapitala oziroma njihov skupen emisijski znesek presega 400 tisoč EUR (ZGD-1, 2006, 399. člen).

Po 232. členu ZGD statut podjetja lahko poslovodstvu omogoči ob soglasju nadzornega sveta izplačevanje dividend predčasno – imenujejo se vmesne dividende. Le-te so lahko izplačane le v primeru pozitivnega poslovnega izida po predhodnem obračunu, pa še to le do 50% preostalega dobička po oblikovanju rezerv in ne več kot polovico bilančnega dobička predhodnega leta (ZGD-1, 2006, 232. člen).

2.2 Zakon o gospodarskih družbah glede odkupa lastnih delnic

ZGD pravi, da družba sme pridobivati lastne delnice le pod sledečimi pogoji (ZGD-1, 2006, 247. člen):

- če je pridobitev nujna, da bi družba preprečila hudo, neposredno škodo;

- če naj se delnice ponudijo v odkup delavcem družbe ali z njo povezane družbe (v enem letu po pridobitvi);
- če delnice pridobi zato, da bi delničarjem zagotovila odpravnino po tem zakonu;
- če je pridobitev neodplačna;
- če banka, zavarovalnica in druga finančna organizacija pridobi delnice pri nakupni komisiji;
- na podlagi univerzalnega pravnega nasledstva;
- na podlagi sklepa skupščine o umiku delnic po določbah o zmanjšanju osnovnega kapitala;
- na podlagi pooblastila skupščine za nakup lastnih delnic, ki velja 18 mesecev in določa najnižjo in najvišjo nakupno ceno pri pridobivanju delnic, kakor tudi delež teh delnic, ki ne sme presegati 10% osnovnega kapitala. Pri tem družba ne sme pridobiti lastnih delnic izključno zaradi trgovanja. Posel je lahko sklenjen izven organiziranega trga zgolj na podlagi skupščinskega sklepa. Pri pridobivanju in odsvajanju lastnih delnic se smiselno uporablja določba glede prednostne pravice pri vpisu novih delnic in določba glede veljavnosti skupščinskega sklepa, ki se jo uporablja pri pogojnem povečanju osnovnega kapitala. Skupščina lahko tudi pooblasti poslovodstvo, da lastne delnice umakne brez nadaljnega sklepanja o zmanjšanju osnovnega kapitala.

Skupni delež lastnih delnic ne sme presegati 10% osnovnega kapitala, če so pridobljene za namene iz prve do tretje in osme alineje. Družba mora oblikovati rezerve za lastne delnice in pri tem ne sme zmanjšati osnovnega kapitala ali rezerve, določene po zakonu ali statutu, ki se ne smejo izplačevati delničarjem, plačan mora biti celoten emisijski znesek. Za namene iz prve, druge, četrte, pete velja le zadnji pogoj (ZGD-1, 2006, 247. člen).

Posli, ki so v nasprotju s pogoji v zgornjih dveh odstavkih, so nični, pridobitev delnic pa ni neveljavna. Če je družba pridobila delnice v nasprotju s temi pogoji, jih mora odsvojiti v enem letu. Če pa je družba presegla prag 10% osnovnega kapitala, pa mora presežek nad 10% odsvojiti v roku treh let. Če pride do neupoštevanja teh rokov, mora družba te delnice umakniti. Vsi naštetí pogoji veljajo tudi, če delnice pridobiva tretja oseba v lastnem imenu za račun družbe (ZGD-1, 2006, 250. člen).

Za namene iz prve in osme alineje mora poslovodstvo skupščini poročati o (ZGD-1, 2006, 247. člen):

- razlogih in namenu pridobitve,
- skupnem številu,
- najmanjšem emisijskem znesku in deležu pridobljenih delnic,
- vrednosti delnic.

Spremembo lastnega deleža morajo javne družbe objaviti (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2007, 125. člen):

- če neposredno ali prek osebe, ki deluje v svojem imenu in za račun javne družbe, pridobi ali odsvoji lastne delnice in
- če zaradi take pridobitve oziroma odsvojitve delež glasovalnih pravic iz lastnih delnic javne družbe doseže ali preseže pet ali deset odstotkov vseh delnic javne družbe z glasovalno pravico oziroma se zmanjša pod enega od teh pragov.

2.3 Slovenski računovodski standardi³ o dividendah

Dividende imajo vir v finančnih naložbah podjetja, ki so izkazane na bilanci stanja. Kljub temu se dividende v bilanci stanja pod finančnimi naložbami ne pojavijo, saj se pripoznajo v izkazu poslovnega izida (SRS 2006, 2005, SRS 3). Dividende se izkazujejo pod finančnimi prihodki, ki so prihodki od naložbenja. Le-te razdelimo v dve kategoriji (SRS 2006, 2005, SRS 18):

- finančne prihodke, ki niso odvisni od poslovnega izida drugih in
- finančne prihodke, ki so odvisni od poslovnega izida drugih,

pri čemer dividende spadajo v drugo kategorijo.

Posebej se izkazuje del dobička, ki je namenjen prednostnim delničarjem, in posebej del dobička, namenjen navadnim delničarjem. Slednji se razdeli na dve vrsti - osnovni čisti dobiček in popravljalni dobiček. Oba sta zmanjšana za plačila prednostnih dividend, pri tem pa je drugi zmanjšan še za dividende, obresti in vse druge učinke, ki jih lahko povzročijo možnostne navadne delnice. Posebna postavka je tudi bilančni dobiček, ki je skup čistega dobička/izgube, prenesenega dobička/izgube ter sprememb rezerv. O delitvi bilančnega dobička se odloča na skupščini delničarjev, tudi za delitev delničarjem, čeprav sam bilančni dobiček ne zagotavlja, da je podjetje dejansko zmožno izplačati dividende (SRS 2006, 2005, SRS 25).

Na pasivi bilance stanja je z vidika dividend pomembna postavka kapital. Delniški kapital je sestavljen iz navadnih kot tudi prednostnih delnic. Prednostni delničarji niso upravičeni do soupravljanja podjetja, dividende pa se izplačajo po vnajprej določenem znesku, če je dobiček seveda dovolj visok. Navadni delničarji imajo pravico do soupravljanja, vendar se jim dobiček lahko deli šele po poplačilu prednostnih delničarjev (SRS 2006, 2005, SRS 8). Glede dividend je pri vsaki od naštetih vrst osnovnega kapitala potrebno razkriti omejitve glede razdeljevanja dividend. Prav tako se ločeno razkriva znesek dividend, ki še niso bile izplačane prednostnim delničarjem (SRS 2006, 2005, SRS 8).

³ V nadaljevanju SRS.

Preneseni dobiček je čisti dobiček, zmanjšan za oblikovanje rezerv ter izplačilo dividend, ki ni bil razporejen v druge namene. Dividende se pod postavko kapital zadržujejo zgolj toliko časa, dokler so del nerazporejenega čistega dobička, ki še ni razdeljen za plačilo delničarjem. Ko so enkrat dividende določene, se le-te izkazujejo pod finančnim dolgom (SRS 2006, 2005, SRS 8). Za namene zunanje poslovnega poročanja se dividende za obračunsko obdobje, za katerega se sestavljajo izkazi, razkrijejo še pred potrditvijo izkazov s strani ustreznih organov, knjižijo pa se v naslednjem obdobju, ko jih potrdi oziroma spremeni skupščina delničarjev (SRS 2006, 2005, SRS 24).

Dividende se pojavijo tudi v izkazu gibanja kapitala, lahko v dveh različnih oblikah. Prvič: kot premiki v kapitalu. V tem primeru bi to pomenilo, da so bile dividende izplačane v obliki delnic. Drugič: premiki iz kapitala, kar predstavlja klasično izplačilo dividend (SRS 2006, 2005, SRS 27).

Mednarodni računovodski standardi navajajo tudi kazalnike, ki so namenjeni spremljanju dividendne politike podjetja (SRS 2006, 2005, SRS 29):

- koeficient dividendnosti osnovnega kapitala = vsota dividend za poslovno leto / povprečni osnovni kapital,
- stopnja dividendnosti čistega dobička = vsota dividend za poslovno leto / čisti dobiček,
- dividendnost navadne delnice = vsota dividend za navadne delnice v poslovnem letu / povprečno število uveljavljajočih se navadnih delnic,
- stopnja udeležbe financerjev v dohodku = vsota danih obresti in dividend / vsota dobička, stroškov za plače, vračunanih obresti in vračunanih dajatev – izguba,
- stopnja udeležbe podjetja v dohodku = čisti dobiček po odbitku dividend / vsota dobička, stroškov za plače, vračunanih obresti in vračunanih dajatev – izguba.

Informativna vrednost nekaterih kazalnikov je vprašljiva, kot je na primer koeficient dividendnosti osnovnega kapitala, saj tega kazalnika ni mogoče zaslediti niti v tujih teoretičnih niti v tujih in slovenskih empiričnih raziskavah (Slapničar, 2004, str. 42).

Dividende je potrebno razkriti tudi v izkazu denarnih tokov. Dividende se navadno pojavijo pod izdatki pri financiranju (izdatki za izplačila dividend in drugih deležev v dobičku). Lahko pa se pojavijo tudi kot priliv, v vsakem primeru pa jih je potrebno razvrstiti kot tokove iz poslovanja, naložbenja oziroma financiranja (SRS 2006, 2005, SRS 26).

2.4 Davčna zakonodaja

Z vidika vlagateljev je davčna zakonodaja pomembna zaradi vpliva na njihov neto donos, saj so ponavadi dividende obravnavane drugače kot kapitalski dobički.

2.4.1 Fizične osebe

Z vidika vlagateljev kot fizičnih oseb je eden od dejavnikov, ki vplivajo na njihove preference glede dividend oziroma kapitalskih dobičkov, davčna zakonodaja. Obdavčitev dividend in kapitalskih dobičkov v Sloveniji določa Zakon o dohodnini⁴, ki pa je od leta 1990, ko je bil sprejet prvi dohodninski zakon v samostojni Republiki Sloveniji, do danes doživel dve večji prenovi. Do večjih sprememb pa je prišlo ravno na obravnavanih dveh področjih.

Dividende so obdavčene že od uveljavitve prvega zakona o dohodnini v RS. Najprej so se vštete v davčno osnovo za odmero dohodnine v celoti, kasneje pa se je zaradi izogibanja dvojnemu obdavčenju v osnovo vštela bruto dividenda, zmanjšana za 40% (Zdoh, 1993, 65. člen) oziroma kasneje za 35% (Zdoh-1, 2004, 102. člen). Z letom 2006 so bile dividende izvzete iz dohodninske davčne osnove in se obdavčujejo po fiksni 20% davčni stopnji (Zdoh-1D, 2005, 41.; 126.a člen).

Kapitalski dobički so se začeli obdavčevati šele leta 1997 (ZDoh-A, 1995, 15. člen), poleg tega se je upoštevala pri izračunu tudi stopnja inflacije (ZDoh-C, 1996, 58b. člen), obdavčeni pa so bili samo v primeru odsvojitve vrednostnih papirjev prej kot v treh letih (ZDoh-C, 1996, 5. člen). V letu 2006 se je to spremenilo, davčna stopnja se za kapitalske dobičke iz 20% vsakih 5 let držanja vrednostnega papirja zniža za 5 odstotnih točk, tako da so kapitalski dobički po 20 letih obdavčeni s stopnjo 0% (Zdoh-1D, 2005, 41.; 126.a člen).

V Sloveniji trenutno velja navidezna izenačenost v obdavčevanju kapitalskih dobičkov in dividend, vendar dejansko temu ni tako. Kapitalski dobički so davčno še vedno ugodnejši in sicer zaradi treh razlogov:

- Na vsakih 5 let držanja vrednostnega papirja se davčna stopnja zmanjša za 5 odstotnih točk.
- Na delnice slovenskih podjetij je izdanih vedno več izvedenih finančnih instrumentov, ki pa so zaenkrat neobdavčeni.
- Kapitalski dobički se plačujejo enkrat na leto in ne takoj, kot to velja za dividende.

2.4.2 Pravne osebe

Zaradi visokih davčnih stopenj v preteklosti tako pri obdavčevanju dividend, posebej pa pri obdavčevanju kapitalskih dobičkov, se je pojavilo precej pravnih oseb, ustvarjenih samo za namene investiranja. Nominalne davčne stopnje so bile nižje, z nekaj računovodske spretnosti pa se je dalo efektivne davčne stopnje še dodatno znižati.

⁴ V nadaljevanju ZDoh.

Dividende se sprva niso vštrevale v davčno osnovo, če sta bila tako izplačevalec kot prejemnik rezidenta Republike Slovenije ter je izplačevalec plačal davek od dobička po takratni stopnji 30% (Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb⁵, 1993, 32. člen). V letu 2004 so se ti pogoji zaostriili. Da podjetje lahko izvzame dividendo iz davčne osnove, mora biti v izplačevalcu lastniško udeleženo vsaj 25% in vsaj 2 leti (do leta 2009 se ta stopnja zniža na 10%). Izplačevalec pa ne sme biti rezident države, kjer je davčna stopnja nižja od 12,5% (ZDDPO-1, 2004, 18. člen). Z zadnjo spremembo je bil odpravljen pogoj glede lastniške udeležbe, še vedno pa velja, da nominalna stopnja davka izplačevalca ne sme biti nižja od 12,5%, če država ni članica EU, oziroma država rezidenstva ne sme biti na seznamu Ministrstva za finance in Davčne uprave RS kot davčna oaza (ZDDPO-2, 2006, 8. člen).

Kapitalski dobički so se ves čas vštrevali v obdavčljivo davčno osnovo in so bili sprva obdavčeni s 30% davčno stopnjo, ki se je postopoma zniževala in se še vedno znižuje (ZDDPO, 1993, 38. člen). Za leto 2008 velja 22% davčna stopnja, ki se bo do leta 2010 znižala na 20% (ZDDPO-2, 2006, 60.; 97. člen). S spremembo zakona v letu 2006 je po novem možno tudi kapitalske dobičke izvzeti iz davčne osnove, če ima podjetje vsaj 8% lastniški delež vsaj pol leta in zaposluje vsaj eno osebo (ZDDPO-2, 2006, 25. člen).

Posebna pravila pri obdavčevanju se nanašajo na vzajemne sklade in v nekoliko spremenjeni obliki veljajo še danes. Vzajemni skladi so bili do konca leta 1996 brezpogojno oproščeni plačila davka od dobička (Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o davku od dobička pravnih oseb, 1995, 65a. člen), kasneje pa v primeru, če so do 30. novembra razdelili 90% ustvarjenega dobička v preteklem letu v obliki dividend (ZDDPO, 1993, 6. člen). Za leto 2007 je pogoj izplačilo zgolj 20% dobička, za prihodnja leta pa 35% dobička.

Dodatno pa so dobile določene ugodnosti tudi družbe tveganega kapitala, ki so prav tako obdavčene po stopnji 0% (ZDDPO-2, 2006, 25. člen).

3 Empirična analiza

V Sloveniji na trgu kapitala veljajo zaenkrat še nekoliko drugačne zakonitosti kot na razvitih zahodnih trgih, saj je Slovenija šele v začetku 90-ih let prešla v tržno gospodarstvo. Mramor in Valentinčič (2001) sta v raziskavi slovenskih podjetij preučevala cilje, ki jih zasledujejo slovenska podjetja. Osnova so bili 3 različni cilji, in sicer na eni strani maksimiziranje vrednosti za lastnike, na drugi strani maksimiziranje plač zaposlenih ter vmesna varianta dolgoročni obstoj podjetja. Izhajala sta iz predpostavke, da podjetja zasledujejo dolgoročni obstoj podjetja, kar je posledica razpršenega lastništva in

⁵ V nadaljevanju ZDDPO.

pomanjkanje znanja delničarjev ter na drugi strani zmanjšanje pristojnosti zaposlenih. V raziskavi je bilo ugotovljeno, da v Sloveniji še vedno večinoma zasledujejo cilj maksimiranja plač zaposlenih. V vzorcu so bile ugotovljene značilnosti, kot so zmanjševanje vrednosti sredstev, visoka stopnja financiranja s kapitalom, nizka donosnost sredstev in kapitala, nizke dividende ter hitrejša rast plač kot produktivnosti.

Razlogi za tako stanje so pomembni lastniški deleži zaposlenih, dvotirni sistem upravljanja, kjer imajo zaposleni predstavnika ali v upravi ali v nadzornem svetu, močni sindikati, kulturni vpliv, ki se je izoblikoval v preteklem obdobju, ter pomanjkanje znanja finančnih direktorjev, ki izhajajo iz prejšnjega sistema (Mramor & Valentinčič, 2001).

Za analizo stanja v Sloveniji smo vzeli delniške družbe prve kotacije, borzne kotacije ter prostega trga Ljubljanske borze. Bilančni dobički, masa dividend ter dividende na delnico so pridobljeni iz sprejetih skupščinskih sklepov preko portala Ljubljanske borze SEONET, čisti dobiček tekočega leta iz podatkovne baze IBon, podatki o lastniški strukturi iz delniških knjig pri KDD, cene vrednostnih papirjev pa iz podatkovne baze Bloomberg. Podatki o dobičku so zajeti za poslovni leti 2005 in 2006, saj se o dobičku za leto 2007 še ni odločalo. Lastniška struktura je vzeta ob koncu leta, za katerega se je odločalo o delitvi dobička, torej na 31. 12. 2005 in 31. 12. 2006, enako pa velja za tržno kapitalizacijo družb. Rast cen delnic se nanaša na tisto leto, za katerega se je izplačevala dividenda.

3.1 Delež izplačanega dobička v obliki dividend

V izračun povprečnih kazalcev trga so bili vključeni samo tisti vrednostni papirji oziroma družbe, za katere so bili na voljo skupščinski sklepi s podatki o bilančnem dobičku in njegovi delitvi, podatki o dobičku tekočega leta, podatki o lastniški strukturi podjetja, pri čemer ni šlo za prednostne delnice. Vseh vrednostnih papirjev, ki so bili zajeti v analizo, je bilo 89. Vseh družb, ki so ustrezale navedenim kriterijem, je bilo v letu 2005 61, v letu 2006 pa 62. Celoten nabor podatkov po posameznih družbah, ki so ustrezale kriteriju, je na voljo v Prilogi 2 in Prilogi 3.

Payout razmerje je izračunano kot delež agregatne mase dividend v neto agregatnem rezultatu za obravnavano leto. Agregatna masa dividend je seštevek vseh izplačanih dividend obravnavanih družb, agregatni dobiček je seštevek vseh dobičkov obravnavanih podjetij po davkih.

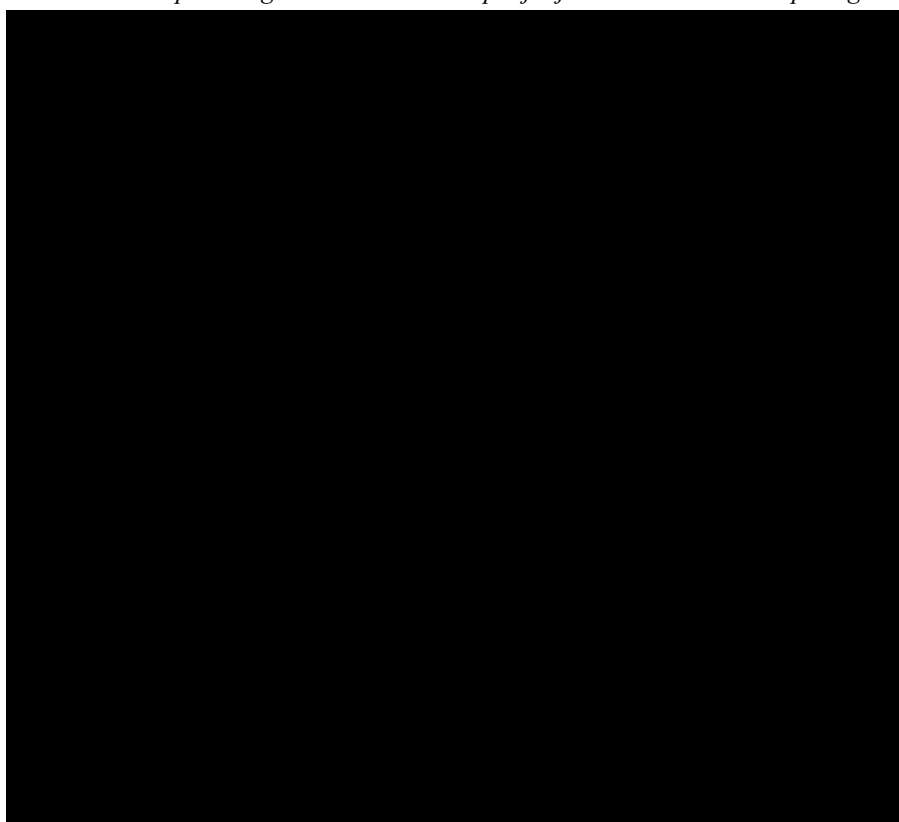
V Tabeli 3 (na strani 28) so navedeni povprečni podatki za posamezni tržni segment po klasifikaciji Ljubljanske borze ter povprečje vseh analiziranih družb.

Tabela 3 (na strani 28) prikazuje, da se je delež izplačanega dobička v letu 2006 v primerjavi z letom 2005 celo povečal pri podjetjih borzne kotacije. V skladu z zgoraj

omenjenimi teorijami bi pričakovali, da največja podjetja, zajeta v prvo kotacijo, izplačujejo največji delež dobičkov, kar pa ni vedno res v obravnavanih letih. Povprečje prve kotacije v letu 2005 znaša 34,10%, v letu 2006 pa 31,30%, kar je manj kot velja za podjetja v borzni kotaciji, ki so v letu 2005 izplačala 35,19% dobička, v letu 2006 pa 39,18%. Največji padec v izplačilih se je zgodil v segmentu prostega trga, kjer se je delež zmanjšal iz 40,28% v letu 2005 na 29,87% v letu 2006. Povprečje izplačanega dobička pri vseh analiziranih družbah je bilo v letu 2005 35,41%, v letu 2006 pa 32,52%.

Do enakih zaključkov je prišel Valentinčič (2004), citiram: "Slovenska podjetja dobro tretjino čistega dobička razdelijo v obliki dividend, slabi dve tretjini pa zadržijo v podjetju".

Tabela 3: Delež izplačanega dobička domačih podjetij v letih 2005 in 2006 po segmentih



Vir: SEONET [baza podatkov], 2008; IBon [baza podatkov], 2008; Priloga 2; Priloga 3; Lastni izračuni.

Iz analize lahko sklepamo, da je delež izplačanega dobička domačih podjetij približno enak izplačanemu deležu tujih podjetij. Pri tem ne smemo pozabiti, da so odkupi lastnih delnic prav tako pomemben vir izplačil, v tej analizi pa so upoštevane zgolj dividende. Pri slovenskih podjetjih so odkupi lastnih delnic redki, njihov primarni namen pa je spreminjanje strukture pasive in ne distribucija delničarjem. Kot je v zgoraj omenjeni raziskavi ugotovil Skinner (2007), so v 90-ih letih kapitalski dobički agregatno že presegli izplačila dividend. Iz tega lahko sklepamo, da je distribucija delničarjem na zahodnih trgih lahko tudi do dvakrat večja.

Možna razlaga nižjih payout razmerji v primerjav z zahodnimi trgi je tudi v nerazvitosti slovenskega kapitalskega trga. Politika dividend posameznega podjetja je odvisna tudi od omejenosti dostopa do kapitala na trgu. Politika dividend podjetja z omejenim dostopom do kapitala je podrejena investicijski politiki in politiki strukture kapitala. Za povečevanje vrednosti za vlagatelje je najbolj pomembna investicijska politika, šele nato politika financiranja. Dividendna politika lahko precej negativno vpliva na investicijsko politiko, saj se zaradi pomanjkanja sredstev lahko izpustijo investicijske priložnosti, lahko pa tudi onemogoča vzpostavitev ustrezne strukture kapitala. Njeni pozitivni efekti so na drugi strani navzgor omejeni (Mramor, Groznik & Valentinčič, 1999, str. 236).

3.2 Dividendna donosnost

V tej analizi je zajetih nekoliko manj podjetij kot v prejšnjem poglavju, razlog pa je v nerazpoložljivosti tržnih cen in posledično tržne kapitalizacije podjetij. Zajeta so podjetja, za katera je bilo moč dobiti podatke o deležu izplačanega dobička v posameznem letu ter ceni delnice na koncu tega leta.

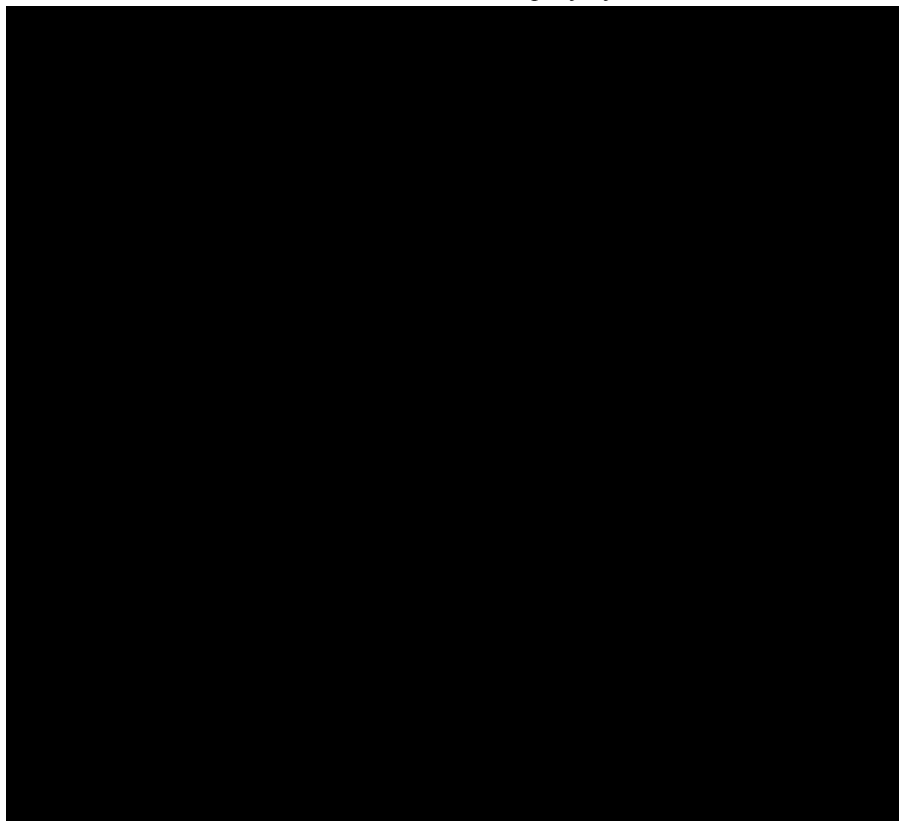
Dividendna donosnost slovenskega kapitalskega trga je izračunana iz agregatnega izplačila dividend ter tržne kapitalizacije podjetij na zadnji dan leta, za katerega so bile izplačane dividende. Ugotovimo lahko, da se je dividendna donosnost v analiziranih dveh leti znižala za 0,39 odstotne točke, v letu 2006 pa je znašala 1,51%⁶. Podrobnejši podatki so na voljo v Tabeli 4 (na strani 30), nabor vseh podatkov pa v Prilogi 6 in Prilogi 7.

V Tabeli 4 (na strani 30) so dividendne donosnosti prikazane ločeno glede na segment trga. Rezultati niso v skladu s pričakovanji, saj je bilo v zgoraj omenjenih empiričnih raziskavah ugotovljeno, da imajo največje in najbolj stabilne družbe najvišjo dividendno donosnost. Na vseh segmentih, razen na prostem trgu, lahko opazimo tudi upad dividendne donosnosti v analiziranem obdobju. Večja sprememba med letoma pri slovenskih družbah v primerjavi s tujimi je lahko posledica majhnosti vzorca.

Dividendna donosnost slovenskih družb je približno 1 odstotno točko nad dividendno donosnostjo tujih družb. Z vidika vlagateljev bi bilo smiselno primerjati tudi to, kakšen delež v celotni donosnosti predstavlja dividendna donosnost doma in v tujini. Zaradi nerazpoložljivosti podatkov le-to ni del te analize. Tako na domačem kot tudi tujem trgu pa se trenutno nahajamo pod zgodovinskim povprečjem.

⁶ Podatki se razlikujejo od izračuna, navedenega v Letnem statističnem poročilu Ljubljanske borze (Ljubljanska borza, Letno statistično poročilo, Leto 2003, 2003; Ljubljanska borza, Letno statistično poročilo, Leto 2004, 2004; Ljubljanska borza, Letno statistično poročilo, Leto 2005, 2005; Ljubljanska borza, Letno statistično poročilo, Leto 2006, 2006). Razlog je v različnem zajemanju tržne kapitalizacije, saj je v letnem statističnem poročilu vzeta na koncu obdobja, v katerem se je odločalo glede dividend, v diplomskem delu pa na koncu obdobja, za katerega se je odločalo glede dividend. Podatki iz Letnih statističnih poročil so na voljo v Prilogi 10.

Tabela 4: Dividendna donosnost domačih podjetij v letih 2005 in 2006



Vir: SEONET [baza podatkov], 2008; Bloomberg [baza podatkov], 2008; Centralni register vrednostnih papirjev [baza podatkov], 2008; Priloga 6; Priloga 7; Lastni izračuni.

3.3 Dividendna politika v odvisnosti od koncentracije lastništva

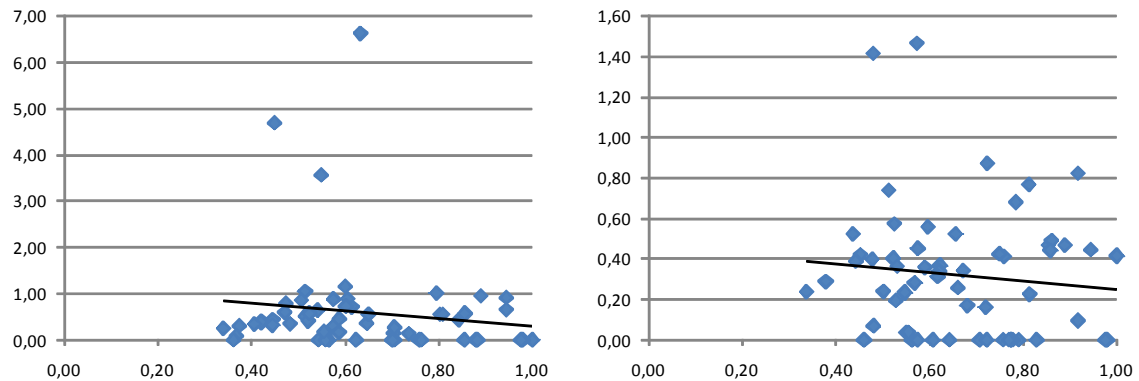
V modelu smo predpostavili, da koncentracija lastništva pomembno vpliva na višino deleža izplačanega dobička v obliki dividend. Izbor prvega dejavnika lahko pojasnimo z dejstvom, da se, citiram: “s koncentracijo lastništva zmanjšuje likvidnost trga, kar zmanjšuje možnost odprodaje lastniških deležev velikih lastnikov po sprejemljivi ceni in s tem vpliva na njihove preference po dividendah,” (Slapničar, 2004, str. 49).

V modelu smo uporabili podatke družb, za katere je bilo moč dobiti podatke o dobičku in dividendah ter o lastniški strukturi. Podatek o koncentraciji lastništva je vzet ob koncu leta, za katerega se izplačujejo dividende. V konkretnem primeru gre za lastniško strukturo na 31. 12. 2005 in na 31. 12. 2006. Za kazalec koncentracije lastništva je vzet skupni delež največjih petih lastnikov podjetja. Celotni podatki po posameznih družbah so na voljo v Prilogi 4 in Prilogi 5.

Na Sliki 2 (na strani 31) lahko vidimo, da gre v obeh letih za negativno povezanost med koncentracijo lastništva in deležem izplačanega dobička. To lahko pojasnimo z dejstvom, da se z večanjem koncentracije lastništva večja vpliv določene skupine lastnikov na samo

poslovanje podjetja, s tem pa lahko črpajo denar iz podjetja na druge načine, kar gre seveda na škodo manjšinskih delničarjev. Pogost tovrsten inštrument so transferne cene.

Slika 2: Povezanost koncentracije lastništva z deležem izplačanega dobička v obliki dividend za leto 2005 (levo) in 2006 (desno)



Vir: SEONET [baza podatkov], 2008; IBon [baza podatkov], 2008; Centralni register vrednostnih papirjev [baza podatkov], 2008; Mala delniška knjiga [baza podatkov], 2008; Priloga 4; Priloga 5; Lastni izračuni.

Model linearne regresije odvisnosti politike dividend od koncentracije lastništva za posamezno leto je predstavljen v spodnji enačbi (4),

$$y = \alpha + \beta * x + \varepsilon \quad (4)$$

kjer y predstavlja delež izplačanega dobička, α konstanto, β regresijski koeficient, x koncentracijo lastništva ter ε napako.

Parametri regresijskega modela (4) so predstavljeni v Tabeli 5.

Tabela 5: Parametri regresijskega modela deleža izplačanega dobička v odvisnosti od koncentracije lastništva

--

Vir: SEONET [baza podatkov], 2008; IBon [baza podatkov], 2008; Centralni register vrednostnih papirjev [baza podatkov], 2008; Mala delniška knjiga [baza podatkov], 2008; Priloga 4; Priloga 5; Lastni izračuni.

Koeficient korelacije, ki nam pove, za kako močno regresijo gre, za leto 2005 znaša -0,13, za leto 2006 pa -0,10. Tako v letu 2005 kot tudi v 2006 gre za neznatno negativno korelacijo. Regresijski koeficient za leto 2005 znaša za -0,82, kar pomeni, da se ob vsakem povečanju koncentracije lastništva za odstotno točko zmanjša pričakovana vrednost deleža izplačanega dobička v obliki dividend za 0,82 odstotne točke. V letu 2006 je vpliv še manjši, saj regresijski koeficient znaša zgolj -0,20. Determinacijski koeficient nam pove, koliko variance odvisne spremenljivke je pojasnjeno z neodvisno spremenljivko. V letu 2005 znaša 0,0173, kar pomeni, da je 1,73% odvisne spremenljivke, v tem primeru deleža

izplačanega dobička, pojasnjeno z neodvisno spremenljivko, to je koncentracija lastništva. Za 2006 je le-ta še nižji, in sicer 0,0110.

Statistična analiza nam pokaže, da tako model linearne regresije kot tudi regresijski koeficient nista statistično značilna, posledično pa tako ne moremo ovreči ničte hipoteze o ne vplivu koncentracije lastništva na payout razmerje. To je predvsem posledica majhnega vzorca in pa precejšnjih razlik v payout razmerju pri enaki koncentraciji lastništva.

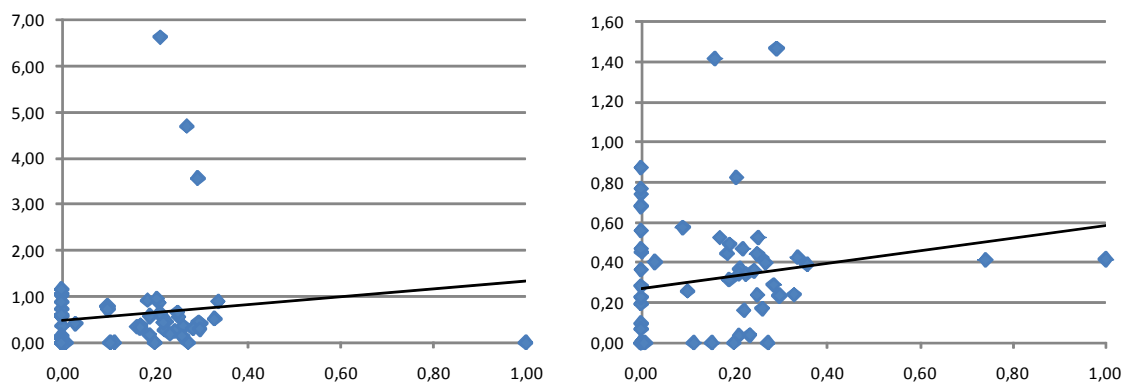
Slapničarjeva (2004, str. 40) je prišla do podobnih zaključkov glede vpliva lastniške strukture na politiko dividend. Na podatkih za leto 2002 je prišla do sledečih zaključkov, citiram: "Izsledki kažejo, da dobičkonosnost in nagrajevanje uprav značilno vplivata na velikost dividend glede na tržno vrednost podjetja, ne pa tudi lastniški delež državnih in zasebnih skladov ter finančnih posrednikov."

3.4 Dividendna politika v odvisnosti od lastniškega deleža države

Druga pomembna značilnost slovenskega gospodarstva je dokaj visoka vpletenost države in njenih povezanih oseb v lastništvo podjetij. Lastništvo države oziroma njenih skladov naj bi bilo pozitivno povezano z višino dividend, saj je namen ustanovitve teh skladov, da v proračun vračajo sredstva (Mramor, 1996).

Podatki o deležu izplačanega dobička so vzeti iz istega seta podatkov kot v prejšnjem poglavju o vplivu koncentracije lastništva na politiko dividend. Za delež države in njenih povezanih oseb je vzet skupni delež Kapitalske družbe, d.d., Slovenske odškodninske družbe, d.d., D.S.U., družbe za svetovanje in upravljanje, d.o.o., ter direktni delež Republike Slovenije ob koncu leta 2005 in 2006. Celotni podatki o deležu države po posameznih družbah so na voljo v Prilogi 4 in Prilogi 5.

Slika 3: Povezanost deleža države z deležem izplačanega dobička v obliki dividend za leto 2005 in 2006



Vir: SEONET [baza podatkov], 2008; IBon [baza podatkov], 2008; Centralni register vrednostnih papirjev [baza podatkov], 2008; Mala delniška knjiga [baza podatkov], 2008; Priloga 4, Priloga 5; Lastni izračuni

V letu 2005 pri odvisnosti payout razmerja od deleža države in njenih povezanih oseb sliko nekoliko pokvari podjetje, ki je v 100% lasti države, v tem letu pa ni izplačalo dividend. V tem primeru gre za Novo kreditno banko Maribor. Razlog za nedistribucijo bilančnega dobička lahko najdemo v predvideni privatizaciji banke, saj zadržani dobički vplivajo na velikost knjigovodske vrednosti banke, le-ta pa je osnova pri popularnem vrednotenju bank po metodi razmerja med ceno delnice in knjigovodsko vrednostjo delnice primerljivih podjetij. Zaradi nekoliko popačene slike je graf brez omenjene družbe vključen v Prilogi 11.

Slika 3 (na strani 32) prikazuje, da gre v obeh letih za pozitivno povezanost med lastniškim deležem države ter njenih povezanih oseb in deležem izplačanega dobička.

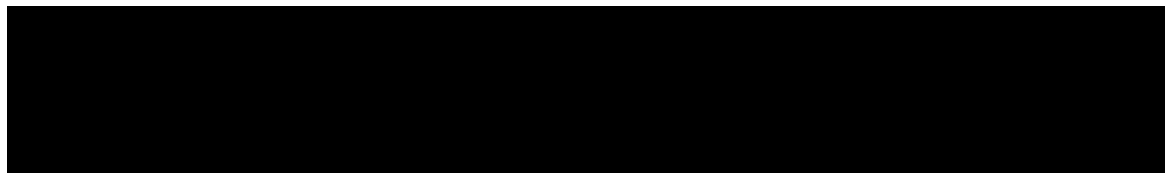
Model linearne regresije odvisnosti politike dividend od lastništva države in njenih povezanih oseb za posamezno leto je predstavljen v spodnji enačbi (5),

$$y = \alpha + \beta * x + \varepsilon \quad (5)$$

kjer y predstavlja delež izplačanega dobička, α konstanto, β regresijski koeficient, x delež lastništva države in njenih povezanih oseb ter ε napako.

Podatke smo analizirali še statistično v modelu linearne regresije. Koeficient korelacije za leto 2005 znaša 0,13, za leto 2006 pa 0,18. V obeh letih gre za neznatno pozitivno korelacijo. Regresijski koeficient za leto 2005 znaša za delež državnega lastništva 0,86, kar pomeni, da se ob vsakem povečanju deleža lastništva države za odstotno točko poveča pričakovana vrednost deleža izplačanega dobička v obliki dividend za 0,86 odstotne točke. V letu 2006 se s povečanjem koncentracije lastništva za odstotno točko pričakovan delež izplačila poveča za 0,31 odstotne točke, saj regresijski koeficient znaša 0,31. Podatki so prikazani v Tabeli 6.

Tabela 6: Parametri regresijskega modela deleža izplačanega dobička v odvisnosti od lastniškega deleža države in njenih povezanih oseb



Vir: SEONET [baza podatkov], 2008; IBon [baza podatkov], 2008; Centralni register vrednostnih papirjev [baza podatkov], 2008; Mala delniška knjiga [baza podatkov], 2008; Priloga 4, Priloga 5; Lastni izračuni.

Statistična analiza nam pokaže, da tako model multiple regresije kot tudi regresijski koeficienti nista statistično značilna, posledično pa tako ne moremo ovreči ničte hipoteze o ne vplivu koncentracije lastništva ter velikosti lastništva države na payout razmerje. To je predvsem posledica majhnega vzorca in pa precejšnjih razlik v payout razmerju pri enakem deležu države.

3.5 Dividendna politika tekočega leta v odvisnosti od preteklega leta

Tako teorija kot tudi praksa poudarjata, da je delež dobička, izplačanega v obliki dividend, odvisen od pretekle politike dividend oziroma od dolgoročne strategije podjetja glede deleža dobička, ki ga podjetje želi izplačati v obliki dividend.

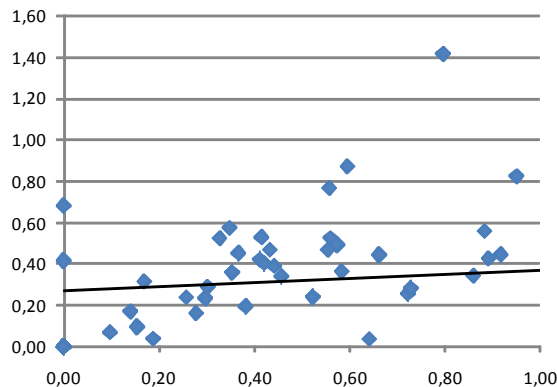
V modelu smo uporabili podatke družb, za katere smo dobili podatke o dobičku in dividendah za obe obravnavani leti. Celoten nabor podatkov je na voljo v Prilogi 12. Model linearne regresije odvisnosti deleža izplačanega dobička v obliki dividend v tekočem letu od deleža izplačanega dobička v obliki dividend preteklega leta je predstavljen v spodnji enačbi (6),

$$y = \alpha + \beta * x + \varepsilon \quad (6)$$

kjer y predstavlja delež izplačanega dobička v letu 2006, α konstanto, β regresijski koeficient, x delež izplačanega dobička v letu 2005 ter ε napako.

Iz Slike 4 je razvidno, da gre za pozitivno povezanost payout razmerja tekočega leta s payout razmerjem preteklega leta.

Slika 4: Odvisnosti tekoče dividendne politike glede na preteklo leto za leto 2006



Vir: SEONET [baza podatkov], 2008; IBon [baza podatkov], 2008; Priloga 12; Lastni izračuni.

Koeficient korelacije linearne regresije za leto 2005 znaša 0,34, torej gre za šibko pozitivno korelacijo. Regresijski koeficient za leto 2006 znaša 0,10, kar pomeni, da se ob vsakem povečanju deleža izplačanega dobička v preteklem letu za odstotno točko poveča pričakovana vrednost deleža izplačanega dobička v obliki dividend za 0,10 odstotne točke. Determinacijski koeficient nam pove, da je 11,88% variance deleža izplačila tekočega leta pojasnjeno z deležem izplačila preteklega leta (prikazano v Tabeli 7 na strani 35).

Statistična analiza nam pokaže, da sta tako model linearne regresije kot tudi determinacijski koeficient statistično značilna, torej lahko ovržemo ničto hipotezo, da je payout razmerje tekočega leta neodvisno od payout razmerja preteklega leta.

Tabela 7: Parametri regresijskega modela odvisnosti tekoče dividendne politike glede na preteklo leto za leto 2006

--

Vir: SEONET [baza podatkov], 2008; IBon [baza podatkov], 2008; Priloga 12; Lastni izračuni.

3.6 Rast vrednosti podjetij v odvisnosti od payout razmerja

V regresijskem modelu so zajete tiste družbe, kjer je bil na voljo podatek o deležu izplačanega dobička ter podatek o ceni delnice na začetku in koncu obdobja, na katerega se je nanašal delež izplačanega dobička. Analiziranih je bilo manj družb kot v zgornjih modelih, skupaj 45 v letu 2005 in 43 v letu 2006, saj za preostale ni bilo na voljo vseh podatkov, predvsem o ceni delnice. Podatki so v Prilogi 13 in Prilogi 14. Model linearne regresije je predstavljen v spodnji enačbi (7),

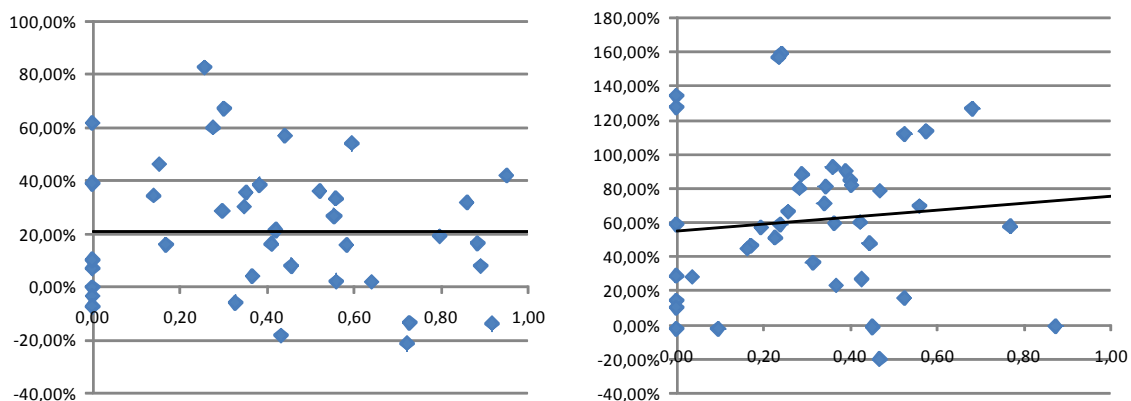
$$y = a + \beta * x + \varepsilon \quad (7)$$

kjer y predstavlja delež izplačanega dobička v posameznem letu, a konstanto, β regresijski koeficient, x rast cene delnice v posameznem letu ter ε napako.

Za leto 2005 smo vzeli podatke o payout razmerju za poslovno leto 2005 ter podatke o rasti delnic od 1. 1. 2006 do 31. 12. 2006. Za leto 2006 sem vzel podatke o payout razmerju za poslovno leto 2006 ter podatke o rasti delnic od 1. 1. 2007 do 31. 12. 2007.

Na Sliki 5 lahko vidimo, da v letu 2005 payout razmerje praktično nima vpliva na rast cene delnice, v letu 2006 pa gre za pozitivno povezanost. Pozitivna povezanost kaže na pozitivno teorijo politike dividend (Valentinčič, 2004). Pozitivno povezanost sta v svoji študiji dokazala tudi avtorja Arnott in Asness (2003, str. 70-87).

Slika 5: Rast cene delnice v odvisnosti od deleža izplačanega bilančnega dobička za leti 2005 in 2006

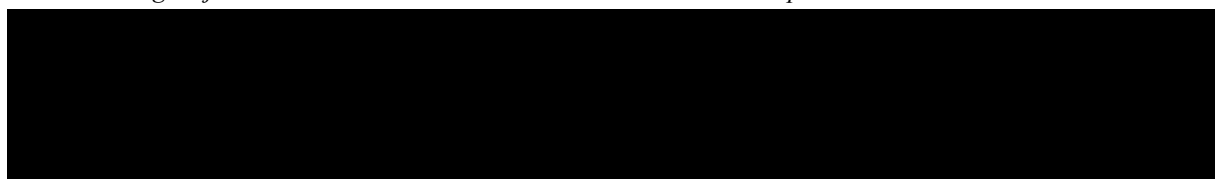


Vir: SEONET [baza podatkov], 2008; IBon [baza podatkov], 2008; Bloomberg [baza podatkov], 2008; Priloga 13; Priloga 14; Lastni izračuni

Koeficient korelacije za leto 2005 znaša $-0,0017$, kar kaže na neznatno negativno korelacijo, model pa ni statistično značilen. Regresijski koeficient znaša $-0,00$, kar pomeni, da praktično nima vpliva na pričakovano rast vrednostnega papirja.

Za leto 2006 koeficient korelacije znaša $0,14$, kar kaže na neznatno pozitivno korelacijo. Regresijski koeficient znaša $0,20$, kar pomeni, da se ob vsakem povečanju deleža izplačanega dobička za odstotno točko poveča pričakovana rast vrednost delnice za $0,20$ odstotne točke. Determinacijski koeficient znaša $0,02$, kar pomeni, da je $2,06\%$ variance odvisne spremenljivke; rast cene delnice, pojasnjeno z neodvisno spremenljivko; payout razmerjem (Tabela 8).

Tabela 8: Regresijski model odvisnosti rasti cene delnice od dividendne politike za leto 2005 in za leto 2006



Vir: SEONET [baza podatkov], 2008; IBon [baza podatkov], 2008; Bloomberg [baza podatkov], 2008; Priloga 13; Priloga 14; Lastni izračuni

Statistična analiza nam pokaže, da tako regresijski model kot tudi regresijski koeficienti nista statistično značilna, posledično pa tako ne moremo ovreči ničte hipoteze o ne vplivu payout razmerja na rast cene delnice. Med družbami namreč prihaja do precejšnjih razlik med rastjo vrednosti delnic in payout razmerjem.

3.7 Vidik slovenskih vlagateljev

Za potrebe diplomskega dela smo med slovenskimi vlagatelji opravili anketo o njihovi preferenci glede dividend oziroma kapitalskih dobičkov. Lahko rečem, da so glede na trenutno situacijo na slovenski borzi, kamor še vedno vlaga večina vlagateljev oziroma imajo tam vsaj del svojih sredstev, rezultati pričakovani. Divja rast tečajev v zadnjem letu in nizka dividendna donosnost slovenskega trga sta tako nedvomno vplivali na mnenje vlagateljev.

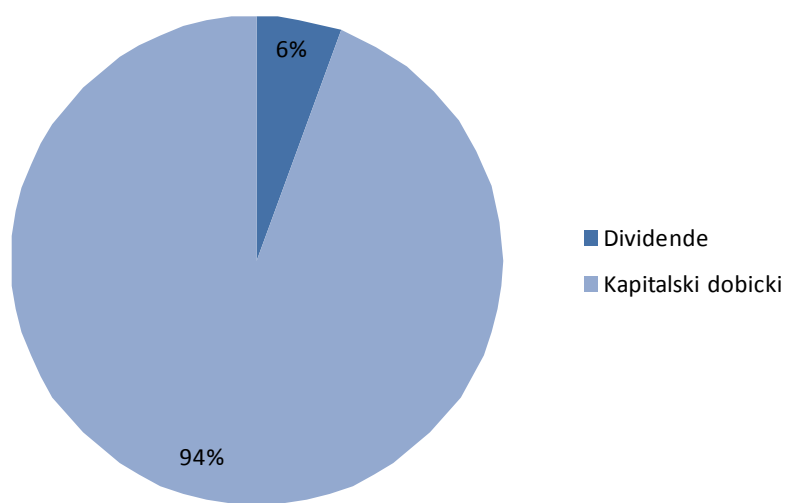
Anketa je bila objavljena na internetu, povezava do nje pa je bila vlagateljem omogočena preko forumov na slovenskih vlagateljskih portalih v dogovoru z njihovimi administratorji. Objavljena je bila na portalih finance.si, financna-tocka.si, vzajemci.com ter na blogu enostavno.blogspot.com. Celoten anketni vprašalnik z možnimi odgovori je priložen v Prilogi 15, tako kot tudi neobdelani odgovori anketirancev v Prilogi 16.

Nekatere skupine populacije so slabše zastopane, kar pa je predvsem posledica nizke razvitosti slovenskega kapitalskega trga, gledano predvsem na stran investorjev, kjer po anketi sodeč v večji meri sodeluje predvsem mlajša populacija. Zaradi omenjene lastnosti

in majhnosti vzorca smo se odločili, da se pri analizi odgovorov omejimo zgolj na ključno vprašanje, in sicer na preferenco med kapitalskimi dobički in dividendami.

V anketi je sodelovalo 178 anketirancev, od tega 24,72% žensk ter 75,28% moških. Rezultat, da bodo kapitalski dobički prevladovali nad dividendami, je bil pričakovan. Nepričakovana pa je bila tako močna nadvlada kapitalskih dobičkov. Kar 94,4% vlagateljev je namreč kot prioriteto izbralo kapitalske dobičke, le slabih 5,6% pa se je odločilo za dividende (Slika 6).

Slika 6: Rezultat ankete



Vir: Priloga 16; Lastni podatki

Sklep

Podjetja na slovenskem kapitalskem trgu izplačujejo v obliki dividend približno enake deleže dobičkov v primerjavi s tujimi podjetji. Za kapitalski trg ZDA je bilo ugotovljeno, da so ob koncu 90-ih let odkupi lastnih delnic agregatno presegli agregatna izplačila v obliki dividend. Če torej v delež izplačanega dobička poleg dividend všteto še sredstva, namenjena za odkup lastnih delnic, lahko ugotovimo, da podjetja v ZDA svojim delničarjem razdelijo bistveno večji del dobička. Odkupi lastnih delnic so namreč pri slovenskih podjetjih redkejši, namenjeni pa so predvsem spreminjanju strukture obveznosti do virov sredstev in ne distribuciji odvečnih sredstev svojim delničarjem.

Dividendna donosnost slovenskih družb je sicer v upadanju, vendar je zaenkrat še nad povprečjem tujih družb. Ugotovitev je zanimiva predvsem z vidika vrednotenja delnic, saj višja dividendna donosnost ob enakem deležu izplačanega dobička pomeni, da so tuji

vrednostni papirji v povprečju vrednoteni po višjih multiplikatorjih glede na dobiček podjetja.

Pri preučevanju odvisnosti koncentracije lastništva in payout razmerja je bilo opaziti negativno povezanost, ki pa ni statistično značilna. Ena izmed možnih razlag tega pojava je, da se z večanjem koncentracije lastništva krepi vpliv večjih lastnikov na poslovanje podjetja, s čimer lahko dosežejo, da se jim dobički izplačajo v drugačni obliki - kot primer lahko navedemo transferne cene. Glede na trenutno situacijo, ko se v medijih špekulira o kar nekaj morebitnih managerskih prevzemih podjetij (kjer gre običajno za nakupe z vzvodom), pa bo zanimivo spremljati dividendno politiko teh podjetij, saj je dividenda prevzetega podjetja osnovni vir prihodka prevzemnika in je namenjena za poplačevanje dolgov.

Za slovenski kapitalski trg je značilna tudi visoka lastniška vpletenost države. V analizi je bila v obeh analiziranih letih ugotovljena pozitivna povezanost med deležem lastništva države in deležem izplačanega dobička, ki pa sicer ni statistično značilna. Rezultati so pričakovani, saj država preko svojih skladov pridobiva redne prilive za zagotavljanje rednih izplačil upokojencem.

Managerji se zavedajo, da je stabilnost dividend izredno pomemben dejavnik za oblikovanje cene delnice. To je razvidno tudi iz regresijskega modela povezanosti deleža izplačanega dobička tekočega leta z deležem izplačanega dobička preteklega leta. Tuje raziskave so pokazale, da sicer delež izplačanega dobička ni več primarni cilj pri določanju dividendne politike, ampak da se managerji bolj osredotočajo na absolutni znesek dividende na delnico.

Za vrednosti delnic slovenskih družb velja, da so tiste družbe, ki so izplačevale večji del bilančnega dobička, vrednostno v povprečju rasle hitreje kot tiste, ki so izplačevale manjše deleže v obliki dividend. Ta pojav lahko pojasnimo s pozitivno teorijo politike dividend, saj velja, da managerji z višjimi dividendami signalizirajo trgu pozitivne obete za prihodnost, vlagatelji pa to zajamejo v vrednotenje delnic.

Na slovenskem kapitalskem trgu veljajo določene značilnosti, ki so posledica preteklega razvoja trga. Gre predvsem za vplive privatizacije, ki se kažejo v pomembni lastniški vpletenosti države v gospodarstvo in njenem postopnem umiku, ter poprivatizacijskih procesov, kjer počasi prihaja do koncentracije lastništva. Te značilnosti so se pokazale kot pomembne pri analizi politike dividend slovenskih podjetij. V prihodnosti bo zanimivo spremljati predvsem v tujini vse pomembnejši pojav odkupov lastnih delnic.

Literatura in viri

1. Antunovič, P. (1999). *Finance podjetja: teorija in praksa*. Brdo pri Kranju: Center Brdo, Sklad za razvoj managementa.
2. Arnott, R. D. & Clifford, A. S. (2003). Surprise! Higher Dividends = Higher Earnings Growth. *Financial Analyst Journal*, 59 (1), 70 – 87.
3. Baker, M., & Wurgler, J. (2004). Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives. *Journal of Financial Economics*, 73 (2), 271–288.
4. Berk, A. et al. (2002). *Poslovne finance*. Ljubljana: EF.
5. Bloomberg [baza podatkov] (2008).
6. Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J. (2004). *Investments*. (6th ed.) New York: McGraw-Hill.
7. Bradley, M., Capozza, D. R. & Seguin, P. J. (1998). Dividend policy and cash flow uncertainty. *Real Estate Economics*, 26 (4), 555-580.
8. Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout Policy in the 21st Century. *Journal of Financial Economics*, 77 (3), 483-527.
9. Brigham, E. F. & Daves, P. R. (2006). *Intermediate financial management*. (8th ed.) Masson: South-Western.
10. Centralni register vrednostnih papirjev [baza podatkov] (2008). Najdeno 3. januarja 2008 na spletnem naslovu <http://www.kdd.si/>.
11. Damodaran Online [baza podatkov]. Najdeno 26. marca 2008 na <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
12. Deangelo, H. & Deangelo, L. (2006, marec). Payout policy pedagogy: what matters and why. *Social Science Research Network*. Najdeno 25. februarja 2008 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=890616.
13. Deangelo, H., Deangelo, L. & Skinner, D. J. (2002, julij). Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings. *Social Science Research Network*. Najdeno 25. februarja 2008 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=318562.
14. Deangelo, H., Deangelo, L. & Skinner, D. J. (2000). Special dividends and the evolution of dividend signaling. *Journal of Financial Economics*, 57 (3), 309-354.
15. Deangelo, H., Deangelo, L. & Stulz, R. M. (2005, maj). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the lifecycle theory. *Social Science Research Network*. Najdeno 25. februarja 2008 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=766086.
16. Fama, E. F. & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60 (1), 3-43.
17. Ferris, S. P., Sen, N. & Yui, H. P. (2006). God save the queen and her dividends: Corporate payouts in the United Kingdom. *Journal of Business*, 79 (3), 1149-1174.
18. Fischer, B. (1976). The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2 (2), 5-8.

19. Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *Journal of finance*, 18 (2), 264-272.
20. Hutton, A. P., Miller, G. S. & Skinner, D. J. (2003). The role of supplementary statements with management earnings forecast. *Journal of Accounting Research*, 41 (5), 867-890.
21. IBon [baza podatkov] (2008).
22. Jagannathan, M., Stevens, C. P. & Weisbach, M. S. (2000). Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of Financial Economics*, 57 (3), 355-384.
23. Lintner, J. (1956). Distribution of income of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American economic review*, 46 (2), 97-113.
24. Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices, and the supply of capital to corporations. *Review of economics and statistics*, 44 (3), 243-269.
25. *Ljubljanska borza, Letno statistično poročilo, Leto 2003*. (2003). Ljubljana: Ljubljanska borza.
26. *Ljubljanska borza, Letno statistično poročilo, Leto 2004*. (2004). Ljubljana: Ljubljanska borza.
27. *Ljubljanska borza, Letno statistično poročilo, Leto 2005*. (2005). Ljubljana: Ljubljanska borza.
28. *Ljubljanska borza, Letno statistično poročilo, Leto 2006*. (2006). Ljubljana: Ljubljanska borza.
29. Mala delniška knjiga [baza podatkov] (2008). *KDD d.d.*
30. Mauboussin. M. (2006). Expectations Investing: Reading Stock Prices for Better Returns. *CFA Institute Conference Proceedings Quarterly*, 23 (3), 61-70.
31. Miller, M. H. & Modigliani F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of business*, 34 (4), 411-433.
32. Mramor, D. (1996). Politika dividend v svetu in Sloveniji. *Slovenska ekonomska revija*, 47 (3), 191-202.
33. Mramor, D., Groznik, P. & Valentinčič, A. (1999). Stanje in dileme poslovnih financ v Sloveniji. *Popravitizacijsko obnašanje slovenskih podjetij*, Ljubljana, 221-248.
34. Mramor, D. & Valentinčič, A. (2001). When maximizing shareholders' wealth is not the only choice. *Social Science Research Network*. Najdeno 25. februarja 2008 na spletnem naslovu http://search.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=258269.
35. *Navodila klirinškodpotne družbe za poravnavo borznih poslov*. (2007). Ljubljana: Centralna klirinško depotna družba.
36. Odredba o načinu valorizacije vrednosti vrednostnih papirjev in deležev v kapitalu pri davku od dobička iz kapitala. (1996). *Uradni list RS*. (Št. 77/96, 28. december 1996).
37. Pravila borze. (2007). *Uradni list RS*. (Št. 67/2007, 27. Julij 2007).
38. Ross, S. A., Westerfield, R. W. & Jordan, B. D. (1998). *Fundamentals of corporate finance*. (4th ed.) Boston: McGraw-Hill/Irwin.

39. SEONET [baza podatkov] (2008). Najdeno 3. januarja 2008 na spletnem naslovu <http://seonet.ljse.si>.
40. Shim, J. K. & Siegel, J. G. (1989). *Encyclopedic dictionary of accounting & finance*. New York: MJF Books.
41. Siegel, J. (2002, 13. februar). The Dividend Deficit. *Wall Street Journal*, A20.
42. Skinner, J.D. (2007). The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases. *Journal of financial economics*, 87 (3), 582-609.
43. Skinner, D. J. (2004). What do dividends tell us about earnings quality. *Social Science Research Network*. Najdeno 21. aprila 2008 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=484542.
44. Slapničar, S. (2004). Dividendna politika podjetij slovenskega borznega in prostega trga. *Revizor*, 15 (4/5), 40-62.
45. Slovenski računovodski standardi 2006. (2005). *Uradni list RS*. (Št. 118/2005, 27. december 2005).
46. Valentinčič, A. (2004, 10. marec). Pri delitvi dobička vse manj nenavadno. *Finance*. Najdeno 7. februarja 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/90409>.
47. Wagner, R. (2007). More dividends, please. *CFA Institute Magazine*, March/April 2007, 8-11.
48. Zakon o davku od dobička pravnih oseb. (1993). *Uradni list RS*. (Št. 72/93, 31. december 1993).
49. Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb. (2006). *Uradni list RS*. (Št. 117/06, 16. november 2006).
50. Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb. (2004). *Uradni list RS*. (Št. 40/04, 20. april 2004).
51. Zakon o dohodnini. (2006). *Uradni list RS*. (Št. 117/06, 16. november 2006).
52. Zakon o dohodnini. (2004). *Uradni list RS*. (Št. 54/2004, 20. maj 2004).
53. Zakon o dohodnini. (1993). *Uradni list RS*. (Št. 71/93, 30. december 1993).
54. Zakon o dohodnini, prečiščeno besedilo. (1992). *Uradni list RS*. (Št. 14/92, 27. marec 1992).
55. Zakon o gospodarskih družbah. (2006). *Uradni list RS*. (Št. 42/2006, 19. maj 2006).
56. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o davku od dobička pravnih oseb. (1995). *Uradni list RS*. (Št. 20/95, 7. april 1995).
57. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o davku od dobička pravnih oseb. (1991). *Uradni list RS*. (Št. 32/91, 24. december 1991).
58. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o davku od dohodkov pravnih oseb. (2005). *Uradni list RS*. (Št. 108/05, 2. december 2005).
59. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o davku od dohodkov pravnih oseb. (2004). *Uradni list RS*. (Št. 139/04, 28. december 2004).
60. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o dohodnini. (1991). *Uradni list RS*. (Št. 34/91, 31. december 1991).

61. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o dohodnini. (1996). *Uradni list RS*.(Št. 44/96, 9. avgust 1996).
62. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o dohodnini. (1995). *Uradni list RS*. (Št. 7/95, 4. Februar 1995).
63. Zakon o spremembi in dopolnitvah zakona o dohodnini. (2005). *Uradni list RS*. (Št. 115/05, 20. december 2005).
64. Zakon o spremembi in dopolnitvah zakona o dohodnini. (2004). *Uradni list RS*. (Št. 139/04, 28. december 2004).
65. Zakon o trgu finančnih instrumentov. (2007). *Uradni list RS*.(Št. 67/07, 27. Julij 2007)
66. Zhou, P. & Ruland, W. (2006). Dividend payout and future earnings growth. *Financial Analyst Journal*, 62 (3), 58-69.

Priloge

Priloga 1: Podatki o dividendni donosnosti in payout razmerju za ameriški trg

Year	Earnings Yield	Dividend Yield	S&P 500	Earnings	Dividends	Payout Ratio	Dividends Growth
1960	5,34%	3,41%	58,11	3,1	1,98	63,87%	
1961	4,71%	2,85%	71,55	3,37	2,04	60,53%	3,03%
1962	5,81%	3,40%	63,1	3,67	2,15	58,58%	5,39%
1963	5,51%	3,13%	75,02	4,13	2,35	56,90%	9,30%
1964	5,62%	3,05%	84,75	4,76	2,58	54,20%	9,79%
1965	5,73%	3,06%	92,43	5,3	2,83	53,40%	9,69%
1966	6,74%	3,59%	80,33	5,41	2,88	53,23%	1,77%
1967	5,66%	3,09%	96,47	5,46	2,98	54,58%	3,47%
1968	5,51%	2,93%	103,86	5,72	3,04	53,15%	2,01%
1969	6,63%	3,52%	92,06	6,1	3,24	53,11%	6,58%
1970	5,98%	3,46%	92,15	5,51	3,19	57,89%	-1,54%
1971	5,46%	3,10%	102,09	5,57	3,16	56,73%	-0,94%
1972	5,23%	2,70%	118,05	6,17	3,19	51,70%	0,95%
1973	8,16%	3,70%	97,55	7,96	3,61	45,35%	13,17%
1974	13,64%	5,43%	68,56	9,35	3,72	39,79%	3,05%
1975	8,55%	4,14%	90,19	7,71	3,73	48,38%	0,27%
1976	9,07%	3,93%	107,46	9,75	4,22	43,28%	13,14%
1977	11,43%	5,11%	95,1	10,87	4,86	44,71%	15,17%
1978	12,11%	5,39%	96,11	11,64	5,18	44,50%	6,58%
1979	13,48%	5,53%	107,94	14,55	5,97	41,03%	15,25%
1980	11,04%	4,74%	135,76	14,99	6,44	42,96%	7,87%
1981	12,39%	5,57%	122,55	15,18	6,83	44,99%	6,06%
1982	9,83%	4,93%	140,64	13,82	6,93	50,14%	1,46%
1983	8,06%	4,32%	164,93	13,29	7,12	53,57%	2,74%
1984	10,07%	4,68%	167,24	16,84	7,83	46,50%	9,97%
1985	7,42%	3,88%	211,28	15,68	8,2	52,30%	4,73%
1986	5,96%	3,38%	242,17	14,43	8,19	56,76%	-0,12%
1987	6,49%	3,71%	247,08	16,04	9,17	57,17%	11,97%
1988	8,20%	3,68%	277,72	22,77	10,22	44,88%	11,45%
1989	6,80%	3,32%	353,4	24,03	11,73	48,81%	14,77%
1990	6,58%	3,74%	330,22	21,73	12,35	56,83%	5,29%
1991	4,58%	3,11%	417,09	19,1	12,97	67,91%	5,02%
1992	4,16%	2,90%	435,71	18,13	12,64	69,72%	-2,54%
1993	4,25%	2,72%	466,45	19,82	12,69	64,03%	0,40%
1994	5,89%	2,91%	459,27	27,05	13,36	49,39%	5,28%
1995	5,74%	2,30%	615,93	35,35	14,17	40,08%	6,06%
1996	4,83%	2,01%	740,74	35,78	14,89	41,62%	5,08%
1997	4,08%	1,60%	970,43	39,56	15,52	39,23%	4,23%

Se nadaljuje.

Nadaljevanje.

Year	Earnings Yield	Dividend Yield	S&P 500	Earnings	Dividends	Payout Ratio	Dividends Growth
1998	3,11%	1,32%	1229,23	38,23	16,2	42,38%	4,38%
1999	3,07%	1,14%	1469,25	45,17	16,71	36,99%	3,15%
2000	3,94%	1,23%	1320,28	52	16,27	31,29%	-2,63%
2001	3,85%	1,37%	1148,09	44,23	15,74	35,59%	-3,26%
2002	5,37%	1,83%	879,82	47,24	16,08	34,04%	2,16%
2003	4,87%	1,61%	1111,91	54,15	17,88	33,02%	11,19%
2004	5,53%	1,60%	1211,92	67,01	19,407	28,96%	8,54%
2005	5,47%	1,79%	1248,29	68,32	22,38	32,76%	15,32%
2006	5,78%	1,77%	1418,3	81,96	25,05	30,56%	11,93%

Vir: Damodaran Online [baza podatkov], 2008.

Priloga 2: Podatki o payout razmerju slovenskega trga za leto 2005

	Naziv	Dobiček 2005 EUR	Dividende 2005 EUR	Payout 2005
GRVG	GORENJE	12.334.061	5.090.970	0,41
IEKG	INTEREUROPA	10.321.681	8.244.045	0,80
KRKG	KRKA	90.079.386	23.272.064	0,26
LKPG	LUKA KOPER	17.485.007	7.746.620	0,44
MELR	MERCATOR	22.984.532	8.820.150	0,38
MER	MERKUR	11.607.864	4.107.990	0,35
PETG	PETROL	28.708.683	8.705.980	0,30
ACLG	ACH	3.251.437	3.306.077	1,02
AELG	AERODROM LJUBLJANA	8.019.231	4.198.296	0,52
DPRG	DELO PRODAJA	517.766	374.669	0,72
ETOG	ETOL	3.842.257	1.413.504	0,37
GZRG	GEODETSKI ZAVOD SLOVENIJE	254.053	142.646	0,56
IALG	ISKRA AVTOELEKTRIKA	222.848	1.476.502	6,63
ITBG	ISTRABENZ	848.300	3.026.206	3,57
KBMR	NOVA KREDITNA BANKA MARIBOR	34.847.646	0	0,00
MAJG	MLINOTEST	931.977	518.433	0,56
MTSG	KOMPAS MTS	120.948	0	0,00
NIKN	NIKA	207.913	0	0,00
PILR	PIVOVARNA LAŠKO	6.265.196	2.190.198	0,35
PRBP	PROBANKA	2.771.000	2.915.325	1,05
SALR	SALUS, LJUBLJANA	6.756.418	2.816.725	0,42
SAVA	SAVA	17.899.486	5.351.221	0,30
TCRG	TERME ČATEŽ	3.039.283	2.619.812	0,86
ZTOG	ŽITO	288.610	1.352.293	4,69
APAG	ALPETOUR POTOVALNA AGENCIJA	436.893	184.194	0,42
APOG	ALPOS	754.597	0	0,00
ATPG	AKTIVA NALOŽBE	434.514	0	0,00
CICG	CINKARNA CELJE	2.472.405	2.209.593	0,89
ETRG	ETRA 33	1.464.941	941.537	0,64
GHUG	GRAND HOTEL UNION	1.358.707	1.249.415	0,92
GORG	GORIŠKE OPEKARNE	-232.970	0	0,00
GTKG	GORENJSKI TISK	1.159.214	178.656	0,15
HDOG	HELIOS, DOMŽALE	5.838.984	2.677.159	0,46
IELG	ELMO	73.426	0	0,00
IFFR	INFOND HOLDING	3.074.144	0	0,00
IFHR	CENTER NALOŽBE	-745.969	0	0,00
IHPG	INLES	91.633	0	0,00
JASG	JADRAN	23.871	27.591	1,16
JTKG	JUTEKS	7.429.584	2.441.437	0,33
KDHP	KD HOLDING	4.536.055	444.689	0,10
KDHR	KD HOLDING	4.536.055	0	0,00
KRHR	KRONA HOLDING	1.157.488	0	0,00

Se nadaljuje.

Nadaljevanje.

	Naziv	Dobiček 2005 EUR	Dividende 2005 EUR	Payout 2005
MAHR	MAKSIMA HOLDING	-5.458.649	0	0,00
MAPG	MARINA PORTOROŽ	1.302.733	729.094	0,56
MILG	LESNINA	8.983.164	1.269.888	0,14
MKOG	MELAMIN	1.405.915	0	0,00
MLHR	MODRA LINIJA HOLDING	1.054.999	0	0,00
NALN	NAMA	935.179	891.546	0,95
NF2R	NFD HOLDING	397.340	0	0,00
NKPG	NIKO	565.154	157.189	0,28
POPG	PLAMA - PUR	490.242	286.596	0,58
SKDR	KD GROUP	1.066.411	777.984	0,73
SLLG	SLOVENIJALES	1.315.977	570.865	0,43
TODG	TOSAMA	1.081.988	183.400	0,17
TUBG	SWATY	1.257.261	723.435	0,58
VHDR	VIPA HOLDING	1.284.797	766.521	0,60
VHLG	HIDROTEHNIK	120.993	80.219	0,66
VLJG	VELANA	-813.935	0	0,00
ZDDG	TERME DOBRNA	18.353	0	0,00
ZMDG	ŽELEZARNA RAVNE - MONTER			
	DRAVOGRAD	743.811	140.304	0,19
ZVHR	ZVON ENA HOLDING	6.325.298	5.602.688	0,89

Vir: SEONET [baza podatkov], 2008; IBon [baza podatkov], 2008; Lastni izračuni.

Priloga 3: Podatki o payout razmerju slovenskega trga za leto 2006

	Naziv	Dobiček 2006 EUR	Dividende 2006 EUR	Payout 2006
GRVG	GORENJE	12.112.556	5.124.000	0,42
IEKG	INTEREUROPA	4.658.884	6.595.000	1,42
KRKG	KRKA	113.027.207	27.039.600	0,24
LKPG	LUKA KOPER	19.953.176	7.782.600	0,39
MELR	MERCATOR	76.047.041	14.805.820	0,19
MER	MERKUR	12.756.059	4.594.048	0,36
PETG	PETROL	39.699.370	11.474.656	0,29
TLSG	TELEKOM SLOVENIJE	96.526.586	39.878.765	0,41
ACLG	ACH	7.840.273	1.782.604	0,23
AELG	AERODROM LJUBLJANA	8.801.932	2.129.852	0,24
DPRG	DELO PRODAJA	1.496.023	384.524	0,26
ETOG	ETOL	3.174.120	1.433.505	0,45
GZRG	GEODETSKI ZAVOD SLOVENIJE	271.620	142.646	0,53
IALG	ISKRA AVTOELEKTRIKA	2.409.080	885.901	0,37
ITBG	ISTRABENZ	2.297.863	3.367.000	1,47
KBMR	NOVA KREDITNA BANKA MARIBOR	36.828.063	15.336.108	0,42
MAJG	MLINOTEST	509.389	238.305	0,47
MTSG	KOMPAS MTS	1.222.091	0	0,00
NIKN	NIKA	195.802	0	0,00
PILR	PIVOVARNA LAŠKO	6.093.269	3.499.061	0,57
PRBP	PROBANKA	4.799.000	3.546.499	0,74
SALR	SALUS, LJUBLJANA	6.379.127	3.375.000	0,53
SAVA	SAVA	23.812.673	5.610.354	0,24
TCRG	TERME ČATEŽ	3.807.002	1.309.436	0,34
ZTOG	ŽITO	3.703.768	1.481.533	0,40
APAG	ALPETOUR POTOVALNA AGENCIJA	496.995	200.199	0,40
ATPG	AKTIVA NALOŽBE	2.027.767	0	0,00
CETG	CETIS	951.294	0	0,00
CICG	CINKARNA CELJE	5.588.633	2.379.562	0,43
ETRG	ETRA 33	2.448.627	90.252	0,04
GHUG	GRAND HOTEL UNION	2.824.316	1.255.708	0,44
GORG	GORIŠKE OPEKARNE	30.663	0	0,00
GTKG	GORENJSKI TISK	1.696.336	163.769	0,10
HDOG	HELIOS, DOMŽALE	7.770.948	2.646.883	0,34
IFFR	INFOND HOLDING	10.733.984	0	0,00
IFHR	CENTER NALOŽBE	343.010	0	0,00
IHPG	INLES	195.330	0	0,00
JASG	JADRAN	96.603	0	0,00
JTKG	JUTEKS	3.419.437	1.793.982	0,52
KDHP	KD HOLDING	12.572.371	889.819	0,07
KDHR	KD HOLDING	12.572.371	8.562.048	0,68
KRHR	KRONA HOLDING	868.995	0	0,00

Se nadaljuje.

Nadaljevanje.

	Naziv	Dobiček 2006 EUR	Dividende 2006 EUR	Payout 2006
LIZG	LIZ INŽENIRING	55.049	0	0,00
MAHR	MAKSIMA HOLDING	2.406.201	0	0,00
MAPG	MARINA PORTOROŽ	1.078.430	828.514	0,77
MILG	LESNINA	8.416.667	1.445.501	0,17
MKOG	MELAMIN	1.214.038	0	0,00
MLHR	MODRA LINIJA HOLDING	1.137.210	0	0,00
NALN	NAMA	1.076.540	887.029	0,82
NF2R	NFD HOLDING	3.769.283	0	0,00
NKPG	NIKO	1.387.548	226.013	0,16
POPG	PLAMA - PUR	943.369	343.399	0,36
SKDR	KD GROUP	2.759.594	783.031	0,28
SLLG	SLOVENIJALES	7.361.463	3.447.410	0,47
TODG	TOSAMA	736.425	231.678	0,31
TUBG	SWATY	1.467.693	723.435	0,49
VHDR	VIPA HOLDING	1.094.930	955.183	0,87
VHLG	HIDROTEHNIK	207.732	92.273	0,44
ZDDG	TERME DOBRNA	444.725	0	0,00
ZMDG	ŽELEZARNA RAVNE - MONTER			
	DRAVOGRAD	1.785.286	70.607	0,04
ZV2R	ZVON DVA HOLDING	1.101.189	0	0,00
ZVHR	ZVON ENA HOLDING	10.675.409	5.967.231	0,56

Vir: SEONET [baza podatkov], 2008; IBon [baza podatkov], 2008; Lastni izračuni.

Priloga 4: Payout razmerje in podatki o lastništvu slovenskih podjetjih v letu 2005

	Naziv	Dobiček 2005 EUR	Dividende 2005 EUR	Koncentracija 2005	Država 2005	Payout 2005
GRVG	GORENJE	12.334.061	5.090.970	0,42	0,30	0,41
IEKG	INTEREUROPA	10.321.681	8.244.045	0,48	0,10	0,80
KRKG	KRKA	90.079.386	23.272.064	0,34	0,24	0,26
LKPG	LUKA KOPER	17.485.007	7.746.620	0,45	0,30	0,44
MELR	MERCATOR	22.984.532	8.820.150	0,42	0,17	0,38
MER	MERKUR	11.607.864	4.107.990	0,49	0,26	0,35
PETG	PETROL	28.708.683	8.705.980	0,38	0,28	0,30
ACLG	ACH	3.251.437	3.306.077	0,80	0,00	1,02
AELG	AERODROM					
	LJUBLJANA	8.019.231	4.198.296	0,52	0,33	0,52
DPRG	DELO PRODAJA	517.766	374.669	0,62	0,10	0,72
ETOG	ETOL	3.842.257	1.413.504	0,65	0,00	0,37
GZRG	GEODETSKI ZAVOD					
	SLOVENIJE	254.053	142.646	0,65	0,25	0,56
IALG	ISKRA					
	AVTOELEKTRIKA	222.848	1.476.502	0,63	0,21	6,63
ITBG	ISTRABENZ	848.300	3.026.206	0,55	0,29	3,57
KBMR	NOVA KREDITNA					
	BANKA MARIBOR	34.847.646	0	1,00	1,00	0,00
MAJG	MLINOTEST	931.977	518.433	0,80	0,22	0,56
MTSG	KOMPAS MTS	120.948	0	0,98	0,11	0,00
PILR	PIVOVARNA LAŠKO	6.265.196	2.190.198	0,41	0,16	0,35
PRBP	PROBANKA	2.771.000	2.915.325	0,52	0,00	1,05
SAVA	SAVA	17.899.486	5.351.221	0,58	0,30	0,30
TCRG	TERME ČATEŽ	3.039.283	2.619.812	0,51	0,21	0,86
ZTOG	ŽITO	288.610	1.352.293	0,45	0,27	4,69
APAG	ALPETOUR					
	POTOVALNA					
	AGENCIJA	436.893	184.194	0,52	0,03	0,42
APOG	ALPOS	754.597	0	0,88	0,01	0,00
ATPG	AKTIVA NALOŽBE	434.514	0	0,76	0,00	0,00
CICG	CINKARNA CELJE	2.472.405	2.209.593	0,61	0,34	0,89
ETRG	ETRA 33	1.464.941	941.537	0,54	0,21	0,64
GHUG	GRAND HOTEL					
	UNION	1.358.707	1.249.415	0,94	0,19	0,92
GORG	GORIŠKE OPEKARNE	-232.970	0	0,98	0,20	0,00
GTKG	GORENJSKI TISK	1.159.214	178.656	0,70	0,00	0,15
HDOG	HELIOS, DOMŽALE	5.838.984	2.677.159	0,59	0,23	0,46
IELG	ELMO	73.426	0	0,88	0,20	0,00
IFFR	INFOND HOLDING	3.074.144	0	0,57	0,00	0,00
IFHR	CENTER NALOŽBE	-745.969	0	0,54	0,00	0,00
IHPG	INLES	91.633	0	0,71	0,27	0,00
JASG	JADRAN	23.871	27.591	0,60	0,00	1,16
JTKG	JUTEKS	7.429.584	2.441.437	0,45	0,17	0,33

Se nadaljuje.

Nadaljevanje.

	Naziv	Dobiček 2005 EUR	Dividende 2005 EUR	Koncentracija 2005	Država 2005	Payout 2005
KDHP	KD HOLDING	4.536.055	444.689	0,37	0,00	0,10
KDHR	KD HOLDING	4.536.055	0	0,76	0,00	0,00
KRHR	KRONA HOLDING	1.157.488	0	0,70	0,00	0,00
MAHR	MAKSIMA HOLDING	-5.458.649	0	0,56	0,00	0,00
MAPG	MARINA PORTOROŽ	1.302.733	729.094	0,81	0,00	0,56
MILG	LESNINA	8.983.164	1.269.888	0,74	0,26	0,14
MKOG	MELAMIN	1.405.915	0	0,76	0,00	0,00
MLHR	MODRA LINIJA HOLDING	1.054.999	0	0,70	0,00	0,00
NALN	NAMA	935.179	891.546	0,89	0,21	0,95
NF2R	NFD HOLDING	397.340	0	0,36	0,01	0,00
NKPG	NIKO	565.154	157.189	0,71	0,22	0,28
POPG	PLAMA - PUR	490.242	286.596	0,53	0,00	0,58
SKDR	KD GROUP	1.066.411	777.984	0,60	0,00	0,73
SLLG	SLOVENIJALES	1.315.977	570.865	0,84	0,22	0,43
TODG	TOSAMA	1.081.988	183.400	0,59	0,19	0,17
TUBG	SWATY	1.257.261	723.435	0,86	0,19	0,58
VHDR	VIPA HOLDING	1.284.797	766.521	0,47	0,00	0,60
VHLG	HIDROTEHNIK	120.993	80.219	0,94	0,25	0,66
VLJG	VELANA	-813.935	0	0,62	0,11	0,00
ZDDG	TERME DOBRNA	18.353	0	0,86	0,00	0,00
ZMDG	ŽELEZARNA RAVNE - MONTER DRAVOGRAD	743.811	140.304	0,56	0,23	0,19
ZVHR	ZVON ENA HOLDING	6.325.298	5.602.688	0,58	0,00	0,89

Vir: SEONET [baza podatkov], 2008; IBon [baza podatkov], 2008; Centralni register vrednostnih papirjev [baza podatkov], 2008; Mala delniška knjiga [baza podatkov], 2008; Lastni izračuni.

Priloga 5: Payout razmerje in podatki o lastništvu slovenskih podjetjih v letu 2006

	Naziv	Dobiček 2006 EUR	Dividende 2006 EUR	Koncentracija 2006	Država 2006	Payout 2006
GRVG	GORENJE	12.112.556	5.124.000	0,45	0,26	0,42
IEKG	INTEREUROPA	4.658.884	6.595.000	0,48	0,16	1,42
KRKG	KRKA	113.027.207	27.039.600	0,34	0,25	0,24
LKPG	LUKA KOPER	19.953.176	7.782.600	0,44	0,36	0,39
MELR	MERCATOR	76.047.041	14.805.820	0,53	0,00	0,19
MER	MERKUR	12.756.059	4.594.048	0,59	0,24	0,36
PETG	PETROL	39.699.370	11.474.656	0,38	0,29	0,29
TLSG	TELEKOM SLOVENIJE	96.526.586	39.878.765	0,76	0,74	0,41
ACLG	ACH	7.840.273	1.782.604	0,81	0,00	0,23
AELG	AERODROM LJUBLJANA	8.801.932	2.129.852	0,50	0,33	0,24
DPRG	DELO PRODAJA	1.496.023	384.524	0,66	0,10	0,26
ETOG	ETOL	3.174.120	1.433.505	0,58	0,00	0,45
GZRG	GEODETSKI ZAVOD SLOVENIJE	271.620	142.646	0,66	0,25	0,53
IALG	ISKRA AVTOELEKTRIKA	2.409.080	885.901	0,62	0,21	0,37
ITBG	ISTRABENZ	2.297.863	3.367.000	0,57	0,29	1,47
KBMR	NOVA KREDITNA BANKA MARIBOR	36.828.063	15.336.108	1,00	1,00	0,42
MAJG	MLINOTEST	509.389	238.305	0,89	0,00	0,47
MTSG	KOMPAS MTS	1.222.091	0	0,98	0,11	0,00
PILR	PIVOVARNA LAŠKO	6.093.269	3.499.061	0,53	0,09	0,57
PRBP	PROBANKA	4.799.000	3.546.499	0,51	0,00	0,74
SAVA	SAVA	23.812.673	5.610.354	0,55	0,30	0,24
TCRG	TERME ČATEŽ	3.807.002	1.309.436	0,67	0,21	0,34
ZTOG	ŽITO	3.703.768	1.481.533	0,48	0,27	0,40
APAG	ALPETOUR POTOVALNA AGENCIJA	496.995	200.199	0,52	0,03	0,40
ATPG	AKTIVA NALOŽBE	2.027.767	0	0,79	0,00	0,00
CETG	CETIS	951.294	0	0,78	0,15	0,00
CICG	CINKARNA CELJE	5.588.633	2.379.562	0,75	0,34	0,43
ETRG	ETRA 33	2.448.627	90.252	0,55	0,21	0,04
GHUG	GRAND HOTEL UNION	2.824.316	1.255.708	0,94	0,19	0,44
GORG	GORIŠKE OPEKARNE	30.663	0	0,98	0,20	0,00
GTKG	GORENJSKI TISK	1.696.336	163.769	0,92	0,00	0,10
HDOG	HELIOS, DOMŽALE	7.770.948	2.646.883	0,62	0,23	0,34
IFFR	INFOND HOLDING	10.733.984	0	0,56	0,00	0,00
IFHR	CENTER NALOŽBE	343.010	0	0,78	0,00	0,00

Se nadaljuje.

Nadaljevanje.

	Naziv	Dobiček 2006 EUR	Dividende 2006 EUR	Koncentracija 2006	Država 2006	Payout 2006
IHPG	INLES	195.330	0	0,71	0,27	0,00
JASG	JADRAN	96.603	0	0,61	0,00	0,00
JTKG	JUTEKS	3.419.437	1.793.982	0,44	0,17	0,52
KDHP	KD HOLDING	12.572.371	889.819	0,48	0,00	0,07
KDHR	KD HOLDING	12.572.371	8.562.048	0,78	0,00	0,68
KRHR	KRONA HOLDING	868.995	0	0,72	0,00	0,00
LIZG	LIZ INŽENIRING	55.049	0	0,64	0,00	0,00
MAHR	MAKSIMA					
	HOLDING	2.406.201	0	0,76	0,00	0,00
MAPG	MARINA					
	PORTOROŽ	1.078.430	828.514	0,81	0,00	0,77
MILG	LESNINA	8.416.667	1.445.501	0,68	0,26	0,17
MKOG	MELAMIN	1.214.038	0	0,77	0,00	0,00
MLHR	MODRA LINIJA					
	HOLDING	1.137.210	0	0,77	0,00	0,00
NALN	NAMA	1.076.540	887.029	0,92	0,21	0,82
NF2R	NFD HOLDING	3.769.283	0	0,58	0,01	0,00
NKPG	NIKO	1.387.548	226.013	0,72	0,22	0,16
POPG	PLAMA - PUR	943.369	343.399	0,53	0,00	0,36
SKDR	KD GROUP	2.759.594	783.031	0,57	0,00	0,28
SLLG	SLOVENIJALES	7.361.463	3.447.410	0,85	0,22	0,47
TODG	TOSAMA	736.425	231.678	0,62	0,19	0,31
TUBG	SWATY	1.467.693	723.435	0,86	0,19	0,49
VHDR	VIPA HOLDING	1.094.930	955.183	0,72	0,00	0,87
VHLG	HIDROTEHNIK	207.732	92.273	0,86	0,25	0,44
ZDDG	TERME DOBRNA	444.725	0	0,83	0,00	0,00
ZMDG	ŽELEZARNA RAVNE					
	- MONTER					
	DRAVOGRAD	1.785.286	70.607	0,56	0,23	0,04
ZV2R	ZVON DVA					
	HOLDING	1.101.189	0	0,46	0,01	0,00
ZVHR	ZVON ENA					
	HOLDING	10.675.409	5.967.231	0,60	0,00	0,56

Vir: SEONET [baza podatkov], 2008; IBon [baza podatkov], 2008; Centralni register vrednostnih papirjev [baza podatkov], 2008; Mala delniška knjiga [baza podatkov], 2008; Lastni izračuni.

Priloga 6: Dividendna donosnost pri slovenskih podjetjih v letu 2005

		Dividende	Tržna kapitalizacija	Dividendna
	Naziv	2005 EUR	31.12.2005 EUR	donosnost 2005
GRVG	GORENJE	5.090.970	275.415.000	1,85%
IEKG	INTEREUROPA	8.244.045	170.059.928	4,85%
KRKG	KRKA	23.272.064	1.515.210.579	1,54%
LKPG	LUKA KOPER	7.746.620	214.521.300	3,61%
MELR	MERCATOR	8.820.150	520.586.472	1,69%
MER	MERKUR	4.107.990	184.039.992	2,23%
PETG	PETROL	8.705.980	616.794.028	1,41%
AELG	AERODROM LJUBLJANA	4.198.296	81.710.800	5,14%
DPRG	DELO PRODAJA	374.669	13.496.117	2,78%
ETOG	ETOL	1.413.504	49.937.915	2,83%
GZRG	GEODETSKI ZAVOD SLOVENIJE	142.646	3.486.748	4,09%
IALG	ISKRA AVTOELEKTRIKA	1.476.502	61.744.744	2,39%
ITBG	ISTRABENZ	3.026.206	175.089.180	1,73%
MAJG	MLINOTEST	518.433	14.158.263	3,66%
MTSG	KOMPAS MTS	0	11.166.607	0,00%
PILR	PIVOVARNA LAŠKO	2.190.198	267.573.179	0,82%
SAVA	SAVA	5.351.221	360.125.719	1,49%
TCRG	TERME ČATEŽ	2.619.812	85.131.280	3,08%
ZTOG	ŽITO	1.352.293	42.111.186	3,21%
APAG	ALPETOUR POTOVALNA AGENCIJA	184.194	4.346.772	4,24%
ATPG	AKTIVA NALOŽBE	0	53.876.738	0,00%
CICG	CINKARNA CELJE	2.209.593	84.980.970	2,60%
ETRG	ETRA 33	941.537	18.765.150	5,02%
GHUG	GRAND HOTEL UNION	1.249.415	22.717.140	5,50%
GTKG	GORENJSKI TISK	178.656	11.603.426	1,54%
HDOG	HELIOS, DOMŽALE	2.677.159	191.290.283	1,40%
IHPG	INLES	0	1.783.875	0,00%
JASG	JADRAN	27.591	3.172.972	0,87%
JTKG	JUTEKS	2.441.437	74.140.559	3,29%
KDHR	KD HOLDING	0	135.992.079	0,00%
KRHR	KRONA HOLDING	0	3.008.002	0,00%
MAPG	MARINA PORTOROŽ	729.094	11.790.030	6,18%
MILG	LESNINA	1.269.888	83.313.305	1,52%
MKOG	MELAMIN	0	6.862.844	0,00%
MLHR	MODRA LINIJA HOLDING	0	7.347.431	0,00%
NALN	NAMA	891.546	9.950.295	8,96%
NF2R	NFD HOLDING	0	92.712.591	0,00%
NKPG	NIKO	157.189	4.491.120	3,50%
POPG	PLAMA - PUR	286.596	8.165.341	3,51%
SKDR	KD GROUP	777.984	99.192.901	0,78%

Se nadaljuje.

Nadaljevanje.

	Naziv	Dividende 2005 EUR	Tržna kapitalizacija 31.12.2005 EUR	Dividendna donosnost 2005
TODG	TOSAMA	183.400	13.078.371	1,40%
VHDR	VIPA HOLDING	766.521	29.889.894	2,56%
VHLG	HIDROTEHNIK	80.219	4.813.205	1,67%
ZDDG	TERME DOBRNA	0	3.531.272	0,00%
ZVHR	ZVON ENA HOLDING	5.602.688	98.571.290	5,68%

Vir: SEONET [baza podatkov], 2008; Bloomberg [baza podatkov], 2008; Centralni register vrednostnih papirjev [baza podatkov], 2008; Lastni izračuni.

Priloga 7: Dividendna donosnost pri slovenskih podjetjih v letu 2006

		Dividende	Tržna kapitalizacija 31.12.2006	Dividendna donosnost
	Naziv	2006 EUR	EUR	2006
GRVG	GORENJE	5.124.000	320.237.800	1,60%
IEKG	INTEREUROPA	6.595.000	202.791.722	3,25%
KRKG	KRKA	27.039.600	2.768.161.591	0,98%
LKPG	LUKA KOPER	7.782.600	336.779.520	2,31%
MELR	MERCATOR	14.805.820	809.198.671	1,83%
MER	MERKUR	4.594.048	269.841.224	1,70%
PETG	PETROL	11.474.656	1.031.198.082	1,11%
ACLG	ACH	1.782.604	120.466.490	1,48%
AELG	AERODROM LJUBLJANA	2.129.852	111.313.805	1,91%
DPRG	DELO PRODAJA	384.524	10.650.643	3,61%
ETOG	ETOL	1.433.505	52.062.711	2,75%
GZRG	GEODETSKI ZAVOD SLOVENIJE	142.646	3.566.510	4,00%
IALG	ISKRA AVTOELEKTRIKA	885.901	69.126.901	1,28%
ITBG	ISTRABENZ	3.367.000	228.116.840	1,48%
MAJG	MLINOTEST	238.305	17.945.108	1,33%
PILR	PIVOVARNA LAŠKO	3.499.061	348.690.156	1,00%
SAVA	SAVA	5.610.354	463.549.773	1,21%
TCRG	TERME ČATEŽ	1.309.436	112.277.264	1,17%
ZTOG	ŽITO	1.481.533	59.684.820	2,48%
APAG	ALPETOUR POTOVALNA AGENCIJA	200.199	5.280.869	3,79%
ATPG	AKTIVA NALOŽBE	0	53.876.738	0,00%
CICG	CINKARNA CELJE	2.379.562	91.783.097	2,59%
ETRG	ETRA 33	90.252	19.144.250	0,47%
GHUG	GRAND HOTEL UNION	1.255.708	19.626.854	6,40%
GORG	GORIŠKE OPEKARNE	0	3.280.043	0,00%
GTKG	GORENJSKI TISK	163.769	15.275.825	1,07%
HDOG	HELIOS, DOMŽALE	2.646.883	206.752.887	1,28%
IHPG	INLES	0	1.724.032	0,00%
JASG	JADRAN	0	3.179.915	0,00%
JTKG	JUTEKS	1.793.982	69.869.905	2,57%
KDHR	KD HOLDING	8.562.048	126.167.129	6,79%
KRHR	KRONA HOLDING	0	3.222.951	0,00%
MAPG	MARINA PORTOROŽ	828.514	15.720.145	5,27%
MILG	LESNINA	1.445.501	112.045.210	1,29%
MKOG	MELAMIN	0	11.097.141	0,00%
MLHR	MODRA LINIJA HOLDING	0	7.958.452	0,00%
MPLR	MEDVEŠEK PUŠNIK	584.000	7.678.160	7,61%
NALN	NAMA	887.029	14.129.414	6,28%
NF2R	NFD HOLDING	0	134.231.668	0,00%
NKPG	NIKO	226.013	7.185.942	3,15%

Se nadaljuje.

Nadaljevanje.

	Naziv	Dividende 2006 EUR	Tržna kapitalizacija 31.12.2006 EUR	Dividendna donosnost 2006
POPG	PLAMA - PUR	343.399	9.457.895	3,63%
SKDR	KD GROUP	783.031	85.967.131	0,91%
TODG	TOSAMA	231.678	15.177.037	1,53%
VHDR	VIPA HOLDING	955.183	46.054.537	2,07%
ZDDG	TERME DOBRNA	0	3.895.549	0,00%
ZVHR	ZVON ENA HOLDING	5.967.231	114.906.601	5,19%

Vir: SEONET [baza podatkov], 2008; Bloomberg [baza podatkov], 2008; Centralni register vrednostnih papirjev [baza podatkov], 2008; Lastni izračuni.

Priloga 8: Payout razmerje in dividendna donosnost pri tujih podjetjih v letu 2005

Industry Name	Number of Firms	Dividend Yield	Dividend Payout
Advertising	34	0,12%	26,67%
Aerospace/Defense	70	0,22%	34,97%
Air Transport	45	0,08%	98,41%
Apparel	60	0,43%	14,34%
Auto & Truck	29	1,31%	25,06%
Auto Parts	58	0,91%	30,85%
Bank	487	1,41%	51,59%
Bank (Canadian)	7	2,80%	48,22%
Bank (Foreign)	4	0,00%	NA
Bank (Midwest)	39	2,48%	48,85%
Beverage (Alcoholic)	22	0,26%	32,81%
Beverage (Soft Drink)	19	0,62%	43,18%
Biotechnology	87	0,00%	0,00%
Building Materials	45	0,34%	19,19%
Cable TV	22	0,12%	NA
Canadian Energy	11	1,20%	20,90%
Cement & Aggregates	12	0,91%	27,99%
Chemical (Basic)	18	0,97%	62,70%
Chemical (Diversified)	33	1,09%	40,93%
Chemical (Specialty)	92	0,92%	33,28%
Coal	12	2,88%	205,15%
Computer Software/Svcs	395	0,06%	18,38%
Computers/Peripherals	138	0,08%	12,63%
Diversified Co.	118	3,66%	29,19%
Drug	306	0,11%	45,78%
E-Commerce	59	0,14%	7,22%
Educational Services	38	0,06%	2,32%
Electric Util. (Central)	25	3,48%	79,10%
Electric Utility (East)	29	4,09%	72,08%
Electric Utility (West)	15	3,08%	57,34%
Electrical Equipment	91	0,41%	58,08%
Electronics	175	0,21%	10,59%
Entertainment	86	0,39%	26,04%
Entertainment Tech	32	0,00%	0,00%
Environmental	91	0,22%	38,94%
Financial Svcs. (Div.)	244	0,74%	26,20%
Food Processing	110	0,76%	37,05%
Food Wholesalers	21	0,68%	28,28%
Foreign Electronics	11	1,30%	22,32%
Foreign Telecom.	20	2,04%	344,66%
Furn/Home Furnishings	36	1,18%	25,34%

Se nadaljuje.

Nadaljevanje.

Industry Name	Number of Firms	Dividend Yield	Dividend Payout
Grocery	23	1,24%	40,16%
Healthcare			
Information	35	0,08%	12,64%
Home Appliance	15	0,66%	26,81%
Homebuilding	34	0,49%	6,10%
Hotel/Gaming	76	0,45%	35,73%
Household Products	26	1,26%	40,63%
Human Resources	30	0,30%	17,44%
Industrial Services	207	0,28%	21,29%
Information Services	36	0,19%	26,07%
Insurance (Life)	43	1,17%	28,02%
Insurance (Prop/Cas.)	84	1,01%	23,66%
Internet	306	0,02%	2,66%
Investment Co. Investment	21	5,46%	134,21%
Co.(Foreign)	15	2,61%	94,67%
Machinery	134	0,52%	28,37%
Manuf. Housing/RV	16	0,71%	NA
Maritime	39	1,37%	22,65%
Medical Services	184	0,15%	6,28%
Medical Supplies	261	0,15%	27,99%
Metal Fabricating	41	0,56%	25,46%
Metals & Mining (Div.)	77	0,52%	23,39%
Natural Gas (Distrib.)	29	3,48%	83,47%
Natural Gas (Div.)	36	2,70%	43,15%
Newspaper	19	1,25%	27,69%
Office Equip/Supplies	27	1,05%	18,97%
Oilfield Svcs/Equip.	98	0,48%	34,20%
Packaging & Container	37	0,91%	32,19%
Paper/Forest Products	40	1,26%	38,13%
Petroleum (Integrated)	30	1,36%	30,44%
Petroleum (Producing)	148	0,34%	10,39%
Pharmacy Services	15	0,19%	8,58%
Power	25	0,00%	0,00%
Precious Metals	62	0,20%	109,55%
Precision Instrument	104	0,20%	13,49%
Publishing	47	0,67%	33,19%
R.E.I.T.	122	1,61%	1006,76%
Railroad	18	0,58%	28,51%
Recreation	74	0,68%	34,24%
Restaurant	82	0,29%	23,25%
Retail (Special Lines)	177	0,38%	14,76%
Retail Automotive	14	0,28%	1,88%

Se nadaljuje.

Nadaljevanje.

Industry Name	Number of Firms	Dividend Yield	Dividend Payout
Retail Building Supply	10	0,62%	15,73%
Retail Store	46	0,42%	21,04%
Securities Brokerage	31	0,89%	17,12%
Semiconductor	121	0,12%	27,78%
Semiconductor Equip	14	0,05%	9,40%
Shoe	22	0,71%	20,64%
Steel (General)	26	1,20%	9,25%
Steel (Integrated)	14	0,98%	4,10%
Telecom. Equipment	122	0,06%	4,72%
Telecom. Services	146	0,60%	70,22%
Thrift	221	2,31%	44,13%
Tire & Rubber	13	0,85%	56,18%
Tobacco	11	3,23%	62,46%
Toiletries/Cosmetics	20	1,13%	28,57%
Trucking	37	0,23%	10,46%
Utility (Foreign)	5	0,87%	65,81%
Water Utility	16	2,22%	77,21%
Wireless Networking	66	0,12%	2,68%
Market	7113	0,70 %	34,71 %

Vir: Damodaran Online [baza podatkov], 2008.

Priloga 9: Payout razmerje in dividendna donosnost pri tujih podjetjih v letu 2006

Industry Name	Number of Firms	Dividend Yield	Dividend Payout
Advertising	36	0,09%	21,10%
Aerospace/Defense	73	0,19%	31,50%
Air Transport	56	0,06%	92,84%
Apparel	64	0,38%	21,55%
Auto & Truck	31	0,73%	15,61%
Auto Parts	64	0,62%	NA
Bank	550	1,00%	46,94%
Bank (Canadian)	7	2,85%	47,13%
Bank (Foreign)	4	NA	NA
Bank (Midwest)	37	2,49%	53,50%
Beverage (Alcoholic)	27	0,26%	37,78%
Beverage (Soft Drink)	21	0,70%	45,28%
Biotechnology	105	0,00%	0,00%
Building Materials	47	0,33%	16,12%
Cable TV	23	0,18%	16,02%
Canadian Energy	14	4,29%	22,62%
Cement & Aggregates	13	0,80%	23,95%
Chemical (Basic)	24	1,16%	43,92%
Chemical (Diversified)	36	0,94%	35,13%
Chemical (Specialty)	94	0,87%	40,84%
Coal	16	2,03%	46,19%
Computer Software/Svcs	425	0,09%	20,34%
Computers/Peripherals	148	0,12%	14,33%
Diversified Co.	134	0,51%	25,50%
Drug	334	0,11%	48,26%
E-Commerce	60	0,12%	2,36%
Educational Services	37	0,07%	2,82%
Electric Util. (Central)	24	3,05%	59,14%
Electric Utility (East)	29	3,18%	67,28%
Electric Utility (West)	16	2,49%	48,64%
Electrical Equipment	94	0,36%	57,48%
Electronics	186	0,21%	13,95%
Entertainment	101	0,68%	28,27%
Entertainment Tech	31	0,00%	NA
Environmental	96	0,26%	40,34%
Financial Svcs. (Div.)	269	0,73%	30,56%
Food Processing	123	0,72%	49,29%
Food Wholesalers	21	1,14%	33,72%
Foreign Electronics	10	0,94%	34,52%
Furn/Home Furnishings	38	1,21%	28,37%
Grocery	19	0,74%	20,65%

Se nadaljuje.

Nadaljevanje.

Industry Name	Number of Firms	Dividend Yield	Dividend Payout
Healthcare			
Information	34	0,07%	11,19%
Home Appliance	14	0,54%	24,20%
Homebuilding	41	0,56%	5,65%
Hotel/Gaming	84	0,42%	36,71%
Household Products	31	0,96%	44,27%
Human Resources	35	0,28%	13,90%
Industrial Services	230	0,33%	22,13%
Information Services	41	0,24%	25,46%
Insurance (Life)	40	1,03%	30,24%
Insurance (Prop/Cas.)	97	1,09%	37,17%
Internet	329	0,05%	1,15%
Investment Co.	20	0,00%	NA
Investment Co.(Foreign)	15	0,00%	0,00%
Machinery	139	0,52%	25,27%
Manuf. Housing/RV	19	0,66%	74,24%
Maritime	46	3,24%	44,60%
Medical Services	186	0,14%	3,80%
Medical Supplies	279	0,13%	29,87%
Metal Fabricating	37	0,56%	24,15%
Metals & Mining (Div.)	82	0,41%	16,56%
Natural Gas (Distrib.)	30	3,21%	72,32%
Natural Gas (Div.)	34	2,37%	36,34%
Newspaper	18	1,81%	30,73%
Office Equip/Supplies	26	1,00%	17,67%
Oilfield Svcs/Equip.	110	0,75%	21,42%
Packaging & Container	36	0,77%	32,29%
Paper/Forest Products	42	1,38%	64,40%
Petroleum (Integrated)	30	1,30%	26,53%
Petroleum (Producing)	178	0,38%	10,44%
Pharmacy Services	20	0,20%	11,55%
Power	41	0,01%	NA
Precious Metals	67	0,15%	128,79%
Precision Instrument	104	0,17%	12,97%
Publishing	50	0,62%	32,76%
R.E.I.T.	143	1,50%	47,58%
Railroad	20	0,62%	26,05%
Recreation	84	0,57%	32,74%
Restaurant	81	0,90%	30,34%
Retail (Special Lines)	164	0,39%	17,39%
Retail Automotive	15	0,45%	5,37%

Se nadaljuje.

Nadaljevanje.

Industry Name	Number of Firms	Dividend Yield	Dividend Payout
Retail Building Supply	9	0,91%	25,66%
Retail Store	51	0,40%	19,52%
Securities Brokerage	32	0,51%	16,62%
Semiconductor	124	0,16%	32,12%
Semiconductor Equip	14	0,08%	17,76%
Shoe	24	0,60%	21,21%
Steel (General)	30	1,18%	10,81%
Steel (Integrated)	16	0,12%	1,09%
Telecom. Equipment	136	0,09%	19,62%
Telecom. Services	173	0,86%	109,02%
Thrift	248	1,15%	50,61%
Tire & Rubber	10	0,19%	18,07%
Tobacco	11	2,80%	62,77%
Toiletries/Cosmetics	21	0,60%	29,06%
Trucking	38	0,44%	10,04%
Utility (Foreign)	6	0,95%	57,36%
Water Utility	16	1,56%	42,04%
Wireless Networking	73	0,05%	NA
Other	1	0,00%	NA
Market	7661	0,55%	33,27 %

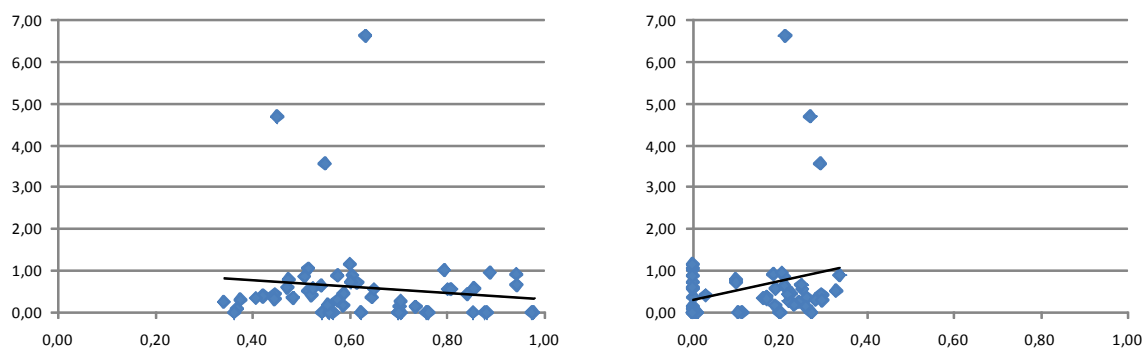
Vir: Damodaran Online [baza podatkov], 2008.

Priloga 10: Dividendna donosnost slovenskega kapitalskega trga

PRVA KOTACIJA DELNICE	2003	2004	2005	2006
Droga	2.14%	2.26%		
Kolinska	2.02%	2.02%		
Droga Kolinska			0.00%	1.61%
Gorenje	1.93%	1.54%	1.84%	1.57%
Intereuropa	4.09%	3.22%	4.48%	4.09%
Krka	2.01%	1.42%	1.37%	0.88%
Luka Koper	3.12%	3.04%	3.45%	2.29%
Mercator	1.38%	1.25%	0.86%	1.18%
Merkur	2.66%	1.87%	1.65%	1.52%
Petrol	1.25%	1.06%	1.27%	0.84%
KAZ. PRVA KOTACIJA			1.42%	1.19%
Aerodrom	3.30%	1.84%	2.37%	1.92%
Autocommerce				2.81%
Comet	0.00%	2.78%	7.41%	3.95%
Delo	3.61%	3.10%	2.00%	1.13%
Delo Prodaja	4.47%	4.62%	5.69%	3.60%
Emona obala	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Etol	2.20%	2.02%	2.84%	3.02%
GPG	0.00%			
Geodetski zavod Slovenije	2.95%	3.41%	3.64%	4.00%
Iskra Avtoelektrika				2.14%
Istrabenz	0.98%	1.11%	1.61%	1.30%
Kompas MTS	8.41%	8.15%	0.00%	0.00%
Mlinotest	2.29%	2.40%	3.66%	2.89%
Nika	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Pivovarna Laško	1.38%	1.46%	0.67%	0.62%
Pivovarna Union	0.00%	0.00%		
Probanka	5.07%			
Radenska	4.00%	3.50%		
Salus	2.76%	3.00%	3.66%	3.31%
Sava	1.97%	1.27%	1.43%	1.15%
Tehnounion	0.00%	0.00%		
Živila	0.00%			
Telekom Slovenije				1.72%
Terme Čatež	1.42%	2.57%	3.09%	2.41%
Terme 3000	1.31%			
Žito	2.72%	2.48%	3.20%	2.29%
KAZALNIKI TRGA	1.77%	1.66%	1.64%	1.37%

Vir: Ljubljanska borza, Letno statistično poročilo, Leto 2003, 2003; Ljubljanska borza, Letno statistično poročilo, Leto 2004, 2004; Ljubljanska borza, Letno statistično poročilo, Leto 2005, 2005; Ljubljanska borza, Letno statistično poročilo, Leto 2006, 2006.

Priloga 11: Povezanost koncentracije lastništva (levo) in deleža države (desno) z deležem izplačanega dobička v obliki dividend za leto 2005 (brez NKBM)



Vir: SEONET [baza podatkov], 2008; IBon [baza podatkov], 2008; Centralni register vrednostnih papirjev [baza podatkov], 2008; Mala delniška knjiga [baza podatkov], 2008; Lastni izračuni.

Priloga 12: Vpliv preteklega payout razmerja na tekoče payout razmerje

	Naziv	Payout 2005	Payout 2006
GRVG	GORENJE	0,41	0,42
IEKG	INTEREUROPA	0,80	1,42
KRKG	KRKA	0,26	0,24
LKPG	LUKA KOPER	0,44	0,39
MELR	MERCATOR	0,38	0,19
MER	MERKUR	0,35	0,36
PETG	PETROL	0,30	0,29
ACLG	ACH	1,02	0,23
AELG	AERODROM		
	LJUBLJANA	0,52	0,24
DPRG	DELO PRODAJA	0,72	0,26
ETOG	ETOL	0,37	0,45
GZRG	GEODETSKI ZAVOD		
	SLOVENIJE	0,56	0,53
IALG	ISKRA AVTOELEKTRIKA	6,63	0,37
ITBG	ISTRABENZ	3,57	1,47
KBMR	NOVA KREDITNA		
	BANKA MARIBOR	0,00	0,42
MAJG	MLINOTEST	0,56	0,47
MTSG	KOMPAS MTS	0,00	0,00
NIKN	NIKA	0,00	0,00
PILR	PIVOVARNA LAŠKO	0,35	0,57
PRBP	PROBANKA	1,05	0,74
SALR	SALUS, LJUBLJANA	0,42	0,53
SAVA	SAVA	0,30	0,24
TCRG	TERME ČATEŽ	0,86	0,34
ZTOG	ŽITO	4,69	0,40
APAG	ALPETOUR		
	POTOVALNA		
	AGENCIJA	0,42	0,40
ATPG	AKTIVA NALOŽBE	0,00	0,00
CICG	CINKARNA CELJE	0,89	0,43
ETRG	ETRA 33	0,64	0,04
GHUG	GRAND HOTEL UNION	0,92	0,44
GORG	GORIŠKE OPEKARNE	0,00	0,00
GTKG	GORENJSKI TISK	0,15	0,10
HDOG	HELIOS, DOMŽALE	0,46	0,34
IFFR	INFOND HOLDING	0,00	0,00
IFHR	CENTER NALOŽBE	0,00	0,00
IHPG	INLES	0,00	0,00
JASG	JADRAN	1,16	0,00
JTKG	JUTEKS	0,33	0,52

Se nadaljuje.

Nadaljevanje.

	Naziv	Payout 2005	Payout 2006
KDHP	KD HOLDING	0,10	0,07
KDHR	KD HOLDING	0,00	0,68
KRHR	KRONA HOLDING	0,00	0,00
MAHR	MAKSIMA HOLDING	0,00	0,00
MAPG	MARINA PORTOROŽ	0,56	0,77
MILG	LESNINA	0,14	0,17
MKOG	MELAMIN	0,00	0,00
MLHR	MODRA LINIJA HOLDING	0,00	0,00
NALN	NAMA	0,95	0,82
NF2R	NFD HOLDING	0,00	0,00
NKPG	NIKO	0,28	0,16
POPG	PLAMA - PUR	0,58	0,36
SKDR	KD GROUP	0,73	0,28
SLLG	SLOVENIJALES	0,43	0,47
TODG	TOSAMA	0,17	0,31
TUBG	SWATY	0,58	0,49
VHDR	VIPA HOLDING	0,60	0,87
VHLG	HIDROTEHNIK	0,66	0,44
ZDDG	TERME DOBRNA	0,00	0,00
ZMDG	ŽELEZARNA RAVNE - MONTER DRAVOGRAD	0,19	0,04
ZVHR	ZVON ENA HOLDING	0,89	0,56

Vir: SEONET [baza podatkov], 2008; IBon [baza podatkov], 2008; Lastni izračuni.

Priloga 13: Vpliv payout razmerja na rast cene delnice za leto 2005

		Cena 31.12.2005 EUR	Cena 31.12.2006 EUR	Payout 2005	Rast 2006
	Naziv				
GRVG	GORENJE	22,58	26,25	0,41	16,27%
IEKG	INTEREUROPA	21,52	25,66	0,80	19,25%
KRKG	KRKA	427,71	781,39	0,26	82,69%
LKPG	LUKA KOPER	30,05	47,17	0,44	56,99%
MELR	MERCATOR	155,11	214,91	0,38	38,55%
MER	MERKUR	151,53	205,58	0,35	35,67%
PETG	PETROL	295,64	494,27	0,30	67,19%
AELG	AERODROM LJUBLJANA	42,20	57,49	0,52	36,23%
DPRG					-
	DELO PRODAJA	22,74	17,94	0,72	21,08%
ETOG	ETOL	196,13	204,47	0,37	4,25%
GZRG	GEODETSKI ZAVOD				
	SLOVENIJE	9,18	9,39	0,56	2,29%
IALG	ISKRA AVTOELEKTRIKA	38,39	42,98	6,63	11,96%
ITBG	ISTRABENZ	33,80	44,04	3,57	30,29%
MAJG	MLINOTEST	5,93	7,51	0,56	26,75%
PILR	PIVOVARNA LAŠKO	30,59	39,86	0,35	30,32%
PRBP	PROBANKA	6.500,00	6.999,00	1,05	7,68%
SAVA	SAVA	179,44	230,97	0,30	28,72%
TCRG	TERME ČATEŽ	142,38	187,78	0,86	31,89%
ZTOG	ŽITO	119,05	167,75	4,69	40,90%
APAG	ALPETOUR POTOVALNA				
	AGENCIJA	11,27	13,69	0,42	21,49%
ATPG	AKTIVA NALOŽBE	3,96	3,96	0,00	0,00%
CICG	CINKARNA CELJE	104,32	112,67	0,89	8,00%
ETRG	ETRA 33	413,12	421,47	0,64	2,02%
GHUG					-
	GRAND HOTEL UNION	12,52	10,82	0,92	13,60%
GTKG	GORENJSKI TISK	10,84	15,86	0,15	46,27%
HDOG	HELIOS, DOMŽALE	870,05	940,38	0,46	8,08%
IHPG	INLES	2,50	2,42	0,00	-3,35%
JASG	JADRAN	19,20	19,24	1,16	0,22%
JTKG	JUTEKS	115,59	108,93	0,33	-5,76%
KDHR	KD HOLDING	50,83	47,15	0,00	-7,22%
KRRH	KRONA HOLDING	2,34	2,50	0,00	7,15%
MAPG	MARINA PORTOROŽ	37,56	50,08	0,56	33,33%
MILG	LESNINA	1.089,13	1.464,74	0,14	34,49%
MKOG	MELAMIN	19,61	31,71	0,00	61,70%
MLHR	MODRA LINIJA				
	HOLDING	3,90	3,63	0,00	-6,97%
NALN	NAMA	10,43	14,81	0,95	42,00%
NF2R	NFD HOLDING	2,91	4,05	0,00	39,11%

Se nadaljuje.

Nadaljevanje.

		Cena 31.12.2005 EUR	Cena 31.12.2006 EUR	Payout 2005	Rast 2006
NKPG	NIKO	125,19	200,31	0,28	60,00%
POPG	PLAMA - PUR	11,89	13,77	0,58	15,83%
SKDR					-
	KD GROUP	532,05	461,11	0,73	13,33%
SLLG					-
	SLOVENIJALES	51,95	42,57	0,43	18,07%
TODG	TOSAMA	44,23	51,33	0,17	16,05%
VHDR	VIPA HOLDING	4,07	6,27	0,60	54,08%
ZDDG	TERME DOBRNA	5,10	5,63	0,00	10,32%
ZVHR	ZVON ENA HOLDING	7,93	9,24	0,89	16,57%

Vir: SEONET [baza podatkov], 2008; Bloomberg [baza podatkov], 2008; IBon [baza podatkov], 2008; Lastni izračuni.

Priloga 14: Vpliv payout razmerja na rast cene delnice za leto 2006

		Cena 31.12.2006 EUR	Cena 31.12.2007 EUR	Payout 2006	Rast 2007
	Naziv				
GRVG	GORENJE	26,25	42,00	0,42	60,01%
IEKG	INTEREUROPA	25,66	37,65	1,42	46,71%
KRKG	KRKA	781,39	1.243,00	0,24	59,08%
LKPG	LUKA KOPER	47,17	89,75	0,39	90,28%
MELR	MERCATOR	214,91	337,40	0,19	57,00%
MER	MERKUR	205,58	395,60	0,36	92,43%
PETG	PETROL	494,27	930,00	0,29	88,16%
ACLG	ACH	41,73	63,00	0,23	50,97%
AELG	AERODROM				
	LJUBLJANA	57,49	148,90	0,24	159,00%
DPRG	DELO PRODAJA	17,94	29,89	0,26	66,57%
ETOG	ETOL	204,47	202,00	0,45	-1,21%
GZRG	GEODETSKI ZAVOD				
	SLOVENIJE	9,39	19,90	0,53	111,93%
IALG	ISKRA AVTOELEKTRIKA	42,98	53,00	0,37	23,31%
ITBG	ISTRABENZ	44,04	104,90	1,47	138,20%
MAJG	MLINOTEST	7,51	6,00	0,47	-20,12%
PILR	PIVOVARNA LAŠKO	39,86	85,15	0,57	113,62%
SAVA	SAVA	230,97	593,00	0,24	156,75%
TCRG	TERME ČATEŽ	187,78	340,00	0,34	81,06%
ZTOG	ŽITO	167,75	310,00	0,40	84,80%
APAG	ALPETOUR				
	POTOVALNA				
	AGENCIJA	13,69	24,90	0,40	81,92%
ATPG	AKTIVA NALOŽBE	3,96	5,10	0,00	28,66%
CICG	CINKARNA CELJE	112,67	143,00	0,43	26,92%
ETRG	ETRA 33	421,47	540,00	0,04	28,12%
GHUG	GRAND HOTEL UNION	10,82	15,99	0,44	47,84%
GTKG	GORENJSKI TISK	15,86	15,50	0,10	-2,25%
HDOG	HELIOS, DOMŽALE	940,38	1.610,00	0,34	71,21%
JASG	JADRAN	19,24	22,00	0,00	14,36%
JTKG	JUTEKS	108,93	126,00	0,52	15,67%
KDHR	KD HOLDING	47,15	107,00	0,68	126,92%
KRRH	KRONA HOLDING	2,50	2,45	0,00	-2,16%
MAPG	MARINA PORTOROŽ	50,08	79,00	0,77	57,76%
MILG	LESNINA	1.464,74	2.149,00	0,17	46,72%
MKOG	MELAMIN	31,71	35,00	0,00	10,36%
MLHR	MODRA LINIJA				
	HOLDING	3,63	8,50	0,00	134,16%
NF2R	NFD HOLDING	4,05	9,21	0,00	127,52%
NKPG	NIKO	200,31	290,00	0,16	44,78%

Se nadaljuje.

Nadaljevanje.

		Cena 31.12.2006 EUR	Cena 31.12.2007 EUR	Payout 2006	Rast 2007
	Naziv				
POPG	PLAMA - PUR	13,77	21,99	0,36	59,68%
SKDR	KD GROUP	461,11	830,00	0,28	80,00%
SLLG	SLOVENIJALES	42,57	76,00	0,47	78,55%
TODG	TOSAMA	51,33	70,10	0,31	36,56%
VHDR	VIPA HOLDING	6,27	6,22	0,87	-0,77%
ZDDG	TERME DOBRNA	5,63	8,95	0,00	59,11%
ZVHR	ZVON ENA HOLDING	9,24	15,70	0,56	69,86%

Vir: SEONET [baza podatkov], 2008; Bloomberg [baza podatkov], 2008; IBon [baza podatkov], 2008; Lastni izračuni.

Priloga 15: Anketni vprašalnik

1. Ali vlagate v vrednostne papirje na slovenskem kapitalskem trgu?
 - Da
 - Ne
2. Spol:
 - Moški
 - Ženski
3. Dohodkovni razred:
 - Od 0 do 500 eur
 - Od 500 do 1000 eur
 - Od 1000 do 2000 eur
 - Nad 2000 eur
4. Status
 - Študent, dijak
 - Zaposlen
 - Upokojenec
 - Brezposeln
5. Katera oblika plemenitenja vaše naložbe vam bolj ustreza:
 - Izplačilo dividend
 - Rast obliki kapitalskih dobičkov

Vir: Lastni podatki.

Priloga 16: Podatki pridobljeni z anketo

ID	Vlagatelj	Spol	Starost	Dohodek	Poklic	Referenca
1	Da	Moški	od 41 do 50	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
2	Da	Moški	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
3	Da	Moški	od 51 do 60	nad 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
4	Da	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
5	Da	Moški	od 21 do 30	nad 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
6	Da	Moški	od 21 do 30	nad 0 do 500	Študent, dijak	Kapitalski dobički
7	Da	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Študent, dijak	Kapitalski dobički
8	Da	Moški	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
9	Da	Ženski	od 51 do 60	nad 0 do 500	Brezposeln	Dividende
10	Da	Moški	od 31 do 40	nad 0 do 500	Zaposlen	Kapitalski dobički
11	Da	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Študent, dijak	Kapitalski dobički
12	Da	Moški	od 31 do 40	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
13	Ne	Moški	od 31 do 40	nad 0 do 500	Brezposeln	Kapitalski dobički
14	Ne	Moški	od 41 do 50	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
15	Da	Moški	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
16	Da	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
17	Da	Moški	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
18	Da	Moški	od 31 do 40	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
19	Da	Moški	od 21 do 30	nad 0 do 500	Upokojenec	Kapitalski dobički
20	Da	Ženski	od 51 do 60	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
21	Da	Ženski	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
22	Da	Moški	od 31 do 40	nad 0 do 500	Zaposlen	Kapitalski dobički
23	Da	Moški	od 51 do 60	nad 1000 do 2000	Upokojenec	Kapitalski dobički
24	Da	Moški	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
25	Da	Moški	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
26	Da	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
27	Da	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
28	Da	Ženski	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
29	Da	Moški	od 0 do 20	nad 0 do 500	Študent, dijak	Kapitalski dobički
30	Da	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
31	Da	Moški	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
32	Da	Moški	od 51 do 60	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
33	Da	Moški	od 31 do 40	nad 2000	Brezposeln	Kapitalski dobički
34	Da	Moški	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
35	Da	Ženski	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
36	Da	Ženski	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
37	Ne	Ženski	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
38	Da	Moški	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
39	Da	Moški	od 21 do 30	nad 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
40	Ne	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Študent, dijak	Kapitalski dobički
41	Da	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
42	Da	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Študent, dijak	Kapitalski dobički
43	Da	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Študent, dijak	Kapitalski dobički
44	Da	Moški	od 31 do 40	nad 0 do 500	Brezposeln	Kapitalski dobički
45	Da	Moški	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Dividende
46	Da	Moški	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
47	Da	Ženski	od 51 do 60	nad 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
48	Da	Moški	od 21 do 30	nad 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
49	Da	Moški	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
50	Da	Moški	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
51	Da	Moški	od 31 do 40	nad 0 do 500	Zaposlen	Kapitalski dobički

Se nadaljuje.

Nadaljevanje.

ID	Vlagatelj	Spol	Starost	Dohodek	Poklic	Referenca
52	Da	Ženski	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
53	Da	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Študent, dijak	Kapitalski dobički
54	Ne	Ženski	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Študent, dijak	Kapitalski dobički
55	Da	Moški	od 31 do 40	nad 0 do 500	Brezposeln	Kapitalski dobički
56	Da	Ženski	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
57	Ne	Moški	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
58	Ne	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
59	Da	Moški	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
60	Ne	Moški	od 21 do 30	nad 2000	Brezposeln	Kapitalski dobički
61	Da	Moški	od 0 do 20	nad 0 do 500	Študent, dijak	Kapitalski dobički
62	Da	Moški	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
63	Da	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
64	Da	Moški	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
65	Ne	Moški	od 0 do 20	nad 0 do 500	Študent, dijak	Kapitalski dobički
66	Da	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
67	Ne	Moški	od 0 do 20	nad 0 do 500	Študent, dijak	Kapitalski dobički
68	Da	Ženski	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Študent, dijak	Kapitalski dobički
69	Da	Moški	od 21 do 30	nad 0 do 500	Študent, dijak	Kapitalski dobički
70	Da	Ženski	od 21 do 30	nad 0 do 500	Študent, dijak	Kapitalski dobički
71	Ne	Moški	od 21 do 30	nad 0 do 500	Študent, dijak	Dividende
72	Da	Moški	od 51 do 60	nad 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
73	Da	Ženski	od 21 do 30	nad 2000	Upokojenec	Kapitalski dobički
74	Da	Ženski	od 41 do 50	nad 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
75	Ne	Ženski	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Študent, dijak	Kapitalski dobički
76	Da	Moški	od 51 do 60	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
77	Da	Moški	od 21 do 30	nad 0 do 500	Študent, dijak	Kapitalski dobički
78	Da	Ženski	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
79	Ne	Moški	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
80	Da	Ženski	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
81	Da	Moški	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
82	Da	Moški	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
83	Da	Moški	od 21 do 30	nad 0 do 500	Študent, dijak	Kapitalski dobički
84	Da	Moški	od 31 do 40	nad 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
85	Da	Moški	od 31 do 40	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
86	Ne	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Študent, dijak	Kapitalski dobički
87	Ne	Moški	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
88	Da	Ženski	od 31 do 40	nad 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
89	Ne	Moški	od 0 do 20	nad 0 do 500	Študent, dijak	Kapitalski dobički
90	Ne	Moški	od 21 do 30	nad 0 do 500	Študent, dijak	Kapitalski dobički
91	Da	Moški	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
92	Da	Moški	od 21 do 30	nad 2000	Študent, dijak	Kapitalski dobički
93	Da	Ženski	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
94	Da	Moški	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
95	Da	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Študent, dijak	Kapitalski dobički
96	Da	Moški	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
97	Da	Moški	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
98	Ne	Moški	od 21 do 30	nad 0 do 500	Brezposeln	Kapitalski dobički
99	Da	Moški	od 31 do 40	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
100	Da	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
101	Da	Moški	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Dividende
102	Da	Moški	od 21 do 30	nad 0 do 500	Študent, dijak	Kapitalski dobički

Se nadaljuje.

Nadaljevanje.

ID	Vlagatelj	Spol	Starost	Dohodek	Poklic	Referenca
103	Da	Ženski	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
104	Ne	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Študent, dijak	Kapitalski dobički
105	Ne	Moški	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
106	Ne	Ženski	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
107	Da	Moški	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
108	Ne	Moški	od 41 do 50	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
109	Da	Ženski	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
110	Ne	Ženski	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
111	Ne	Ženski	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
112	Ne	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
113	Da	Ženski	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
114	Da	Ženski	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
115	Da	Moški	od 21 do 30	nad 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
116	Ne	Ženski	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
117	Da	Moški	od 21 do 30	nad 0 do 500	Študent, dijak	Kapitalski dobički
118	Ne	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
119	Ne	Ženski	od 41 do 50	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
120	Ne	Moški	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
121	Da	Ženski	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Študent, dijak	Kapitalski dobički
122	Ne	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
123	Da	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
124	Ne	Ženski	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
125	Ne	Ženski	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Dividende
126	Ne	Ženski	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
127	Da	Ženski	od 41 do 50	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
128	Ne	Ženski	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Dividende
129	Ne	Ženski	od 41 do 50	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
130	Da	Moški	od 21 do 30	nad 0 do 500	Študent, dijak	Kapitalski dobički
131	Ne	Ženski	od 41 do 50	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
132	Da	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
133	Da	Moški	od 21 do 30	nad 0 do 500	Študent, dijak	Kapitalski dobički
134	Da	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
135	Da	Moški	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
136	Da	Moški	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
137	Ne	Moški	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
138	Ne	Moški	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
139	Ne	Ženski	od 41 do 50	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Dividende
140	Da	Moški	od 31 do 40	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
141	Da	Ženski	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
142	Da	Moški	od 31 do 40	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
143	Da	Moški	od 31 do 40	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
144	Da	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Študent, dijak	Kapitalski dobički
145	Ne	Moški	od 21 do 30	nad 0 do 500	Študent, dijak	Kapitalski dobički
146	Da	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Študent, dijak	Kapitalski dobički
147	Ne	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Dividende
148	Da	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
149	Da	Moški	od 21 do 30	nad 0 do 500	Zaposlen	Kapitalski dobički
150	Da	Moški	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
151	Da	Moški	od 21 do 30	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
152	Da	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Dividende
153	Da	Moški	od 31 do 40	nad 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički

Se nadaljuje.

Nadaljevanje.

ID	Vlagatelj	Spol	Starost	Dohodek	Poklic	Preferenca
154	Ne	Ženski	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Dividende
155	Da	Ženski	od 61 naprej	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
156	Da	Moški	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Brezposeln	Kapitalski dobički
157	Da	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Študent, dijak	Kapitalski dobički
158	Da	Moški	od 31 do 40	nad 0 do 500	Brezposeln	Kapitalski dobički
159	Ne	Moški	od 21 do 30	nad 0 do 500	Brezposeln	Kapitalski dobički
160	Da	Moški	od 41 do 50	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
161	Da	Moški	od 0 do 20	nad 0 do 500	Študent, dijak	Kapitalski dobički
162	Da	Moški	od 41 do 50	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
163	Ne	Moški	od 21 do 30	nad 0 do 500	Študent, dijak	Kapitalski dobički
164	Da	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
165	Da	Ženski	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
166	Da	Moški	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
167	Da	Moški	od 31 do 40	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
168	Ne	Ženski	od 31 do 40	nad 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
169	Da	Ženski	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
170	Da	Moški	od 41 do 50	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
171	Ne	Moški	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
172	Da	Moški	od 31 do 40	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
173	Da	Moški	od 0 do 20	nad 0 do 500	Študent, dijak	Kapitalski dobički
174	Da	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
175	Da	Moški	od 21 do 30	nad 0 do 500	Študent, dijak	Kapitalski dobički
176	Da	Moški	od 31 do 40	nad 1000 do 2000	Zaposlen	Kapitalski dobički
177	Ne	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Zaposlen	Kapitalski dobički
178	Ne	Moški	od 21 do 30	nad 500 do 1000	Študent, dijak	Kapitalski dobički

Vir: Podatki pridobljeni preko ankete iz Priloge 15.

Priloga 17: Slovarček angleških izrazov

Angleški izraz

residual dividend model

declaration date

holder-of-record date

ex-dividend rate

payment date

intrinsic

payout ratio

Slovenski izraz

politika preostalega dobička

datum razglasitve

datum zapisa

datum brez dividende

datum izplačila

poštena vrednost/cena

delež izplačanega dobička