

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**DEJAVNIKI DELITVE ČISTEGA DOBIČKA
V PODJETJU KRKA, d. d., NOVO MESTO**

Ljubljana, marec 2005

VESNA KORENT

IZJAVA

Študentka Korent Vesna izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Slapničar Sergeje in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

1	UVOD	0
2	PRAVNI VIDIK	2
2.1	SESTAVA IN SPREJETJE LETNEGA POROČILA	2
2.2	ODLOČANJE O UPORABI ČISTEGA DOBIČKA.....	3
2.3	RAZPOREDITEV PREOSTANKA DOBIČKA	4
2.4	ODLOČANJE O BILANČNEM DOBIČKU	4
3	DAVČNI VIDIK.....	5
3.1	OBDAVČITEV DIVIDEND IN KAPITALSKIH DOBIČKOV ZA FIZIČNE OSEBE	6
3.2	OBDAVČITEV DIVIDEND IN KAPITALSKIH DOBIČKOV ZA PRAVNE OSEBE	7
4	POLITIKA DIVIDEND V TEORIJI	9
4.1	OPREDELITEV DIVIDEND IN POLITIKE DIVIDEND	9
4.2	TEMELJNE TEORIJE POLITIKE DIVIDEND	10
4.2.1	TEORIJA NEVTRALNOSTI	10
4.2.2	TEORIJA POZITIVNEGA VPLIVA.....	11
4.2.3	TEORIJA NEGATIVNEGA VPLIVA	11
4.2.4	SKLEP TEMELJNIH TEORIJ POLITIKE DIVIDEND	11
4.3	IZPELJANE TEORIJE POLITIKE DIVIDEND	12
4.3.1	TEORIJA SIGNALOV	12
4.3.2	UČINEK KLIENTOV	13
4.3.3	STROŠKI AGENTOV	15
4.4	POLITIKA DIVIDEND V PRAKSI.....	17
4.4.1	MODEL PREOSTALEGA DOBIČKA.....	17
4.4.2	MODEL ZGLAJENEGA PREOSTALEGA DOBIČKA	18
4.4.3	MODEL KONSTANTNEGA DELEŽA ČISTEGA DOBIČKA.....	19
4.4.4	MODEL NIZKIH REDNIH DIVIDEND IN DODATNIH DIVIDEND	19
4.4.5	OBLIKE IZPLAČILA DIVIDEND.....	19
5	EMPIRIČNE UGOTOVITVE O DEJAVNIKIH DIVIDENDNE POLITIKE NA SLOVENSKEM KAPITALSKEM TRGU	20
6	PREDSTAVITEV POLITIKE DIVIDEND V PODJETJU KRKA, D. D., NOVO MESTO	22
6.1	PREDSTAVITEV PODJETJA, POSLOVNIH REZULTATOV LETA 2003 IN ZNAČILNOSTI DELNICE	22
6.2	POLITIKA DIVIDEND PODJETJA KRKA, D. D., NOVO MESTO.....	26
6.3	DEJAVNIKI POLITIKE DIVIDEND	28
6.3.1	NALOŽBENA POLITIKA PODJETJA KRKA, D. D., NOVO MESTO	28
6.3.2	LASTNIŠKA STRUKTURA.....	34
6.3.3	DOBIČKONOSNOST.....	38
6.3.4	DENARNI TOK IZ POSLOVANJA	39
6.3.5	NAGRADE UPRAVI IN NADZORNEMU SVETU V DOBIČKU.....	41
7	SKLEP.....	43
	LITERATURA	45
	VIRI.....	46

1 UVOD

Uspešna podjetja ustvarjajo dobiček. Dobiček v posameznem poslovnem letu je lahko reinvestiran v nove projekte, uporabljen za zagotavljanje varnosti (razporejen v rezerve), za odplačevanje dolgov ali razdeljen lastnikom podjetja – delničarjem. Če je ustvarjen dobiček namenjen delničarjem, so bistvena vprašanja, kakšen delež dobička naj bo temu namenjen, kako naj bo izplačan in kakšna naj bo politika dividend, da bo zadovoljila potrebe po investiranju podjetja in uresničevala ostale strateške cilje podjetja. Odgovori na vsa vprašanja so odvisni od mnogih dejavnikov tako znotraj podjetja kot v okolici. Več ko je teh dejavnikov upoštevanih, bolj se politika dividend bliža optimalni ter ugodnejše so njene posledice za podjetje.

Glavni cilj pri razdelitvi dobička je maksimizirati vrednost podjetja in posledično maksimizirati premoženje lastnikov kapitala. Zato je treba pri določitvi deleža dobička, ki bo izplačan v obliki dividend, upoštevati preference lastnikov. Management pa mora po drugi strani sprejemati strateške odločitve, ki bodo zagotavljale rast podjetja in posledično njene delnice. Namen diplomske naloge je ugotoviti, od česa vse je odvisna porazdelitev (čistega) dobička oziroma bilančnega dobička v podjetju Krka, d. d.

V drugem poglavju opisujem zakonske ureditve v Sloveniji o sprejemanju in porazdelitvi dobička. V naslednjem poglavju je na kratko opisan davčni vidik kapitalskih dobičkov in dividend za fizične in pravne osebe v Sloveniji. V četrtem poglavju so prikazane temeljne in izpeljane teoretične ter praktične teorije dividend z nekaterimi posodobljenimi pogledi. Politika dividend je že dolgo časa eden izmed nerešenih problemov v poslovnih financah in hkrati eden od najzahtevnejših izzivov za managerje. Šele sedaj se s posodobljenimi vidiki o politiki dividend odkrivajo možni dejavniki, ki vplivajo nanjo. Najpomembnejša posledica politike dividend je njen učinek na vrednost delnice. Diplomska naloga se nadaljuje z empiričnimi ugotovitvami o dejavnikih dividendne politike na slovenskem kapitalskem trgu.

Šesti, zadnji del diplomskega dela vsebuje kvalitativno analizo politike dividend podjetja Krke, d. d. v obdobju od 1997 do 2003 na podlagi analize dejanskih podatkov ter možnih dejavnikov izplačila dividend. V nadaljevanju so predstavljeni možni dejavniki, ki vplivajo na politiko dividend v podjetju Krka.

2 PRAVNI VIDIK

Z Zakonom o spremembah in dopolnitvah Zakona o gospodarskih družbah (odslej ZGD-F, sprejet 17. 05. 2001) in računovodskimi standardi (odslej SRS, sprejeti 17. 12. 2001) se je ureditev bistveno spremenila pri izkazovanju in uporabi dobička. S poslovnim letom 2002 so podjetja prvič uporabila nove predpise pri letnih poročilih. Zakonodaja je prinesla spremembe na področju prerazporejanja pristojnosti med organi delniške družbe glede sprejemanja letnega poročila ter s tem odločanje o dobičku in pokrivanju izgube in spremembe na področju preglednosti izkazovanja poslovnih rezultatov z uvedbo izkaza gibanja kapitala ter izračunom bilančnega dobička v letnem poročilu, ki sta temeljni odločitvi o delitvi dobička.

ZGD-F uvaja dva ločena pojma pri dobičku, – čisti dobiček in bilančni dobiček. Čisti dobiček ali čista izguba poslovnega leta predstavlja poslovni izid poslovnega leta po plačilu davkov (ZGD-F, 2002, člen 62). Njegov namen je prikazati uspešnost poslovanja podjetja v poslovnem letu in je prikazan v izkazu poslovnega izida.

Bilančni dobiček pa predstavlja vsoto čistega dobička, ki je izkazan po seštevku prenesenega dobička in odvajanj v oziroma iz rezerv (ZGD-F, 2002, člen 62).

Bilančni dobiček je vsota naslednjih postavk (ZGD-F, 2002, člen 62):

- + / - čisti dobiček oziroma čista izguba,
- + / - preneseni dobiček oziroma 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 se izkaže v izkazu poslovnega izida ali pa v dodatku k izkazu, kadar pa družba sestavlja izkaz gibanja kapitala, se izkaže v izkazu gibanja kapitala (ZGD-F, 2002, člen 62).

2.1 SESTAVA IN SPREJETJE LETNEGA POROČILA

“Nova ureditev uporabe in razdelitve čistega in bilančnega dobička je posledica konceptualne spremembe pristojnosti za sprejemanje letnega poročila in tudi spremembe pristojnosti za odločanje o uporabi dobička. Po ZGD-F so pristojnosti za sprejemanje letnega poročila porazdeljene med upravo, nadzornim svetom in skupščino družbe” (Kocbek, 2002, str. 38).

Letno poročilo in letne računovodske izkaze je potrebno sestaviti v roku treh mesecev po koncu poslovnega leta, konsolidirano letno poročilo v roku štirih mesecev (ZGD-F, 2002, člen 51). Revizija letnih in konsolidiranih letnih poročil pa mora biti opravljena v šestih mesecih po koncu poslovnega leta (ZGD-F, 2002, člen 54).

Uprava je odgovorna za sestavo letnega poročila (najkasneje v roku dveh mesecev po koncu poslovnega leta), k temu pa mora predložiti tudi predlog za uporabo bilančnega dobička, oba dokumenta potem predloži v pogled nadzornemu svetu. Nadzorni svet preveri letno poročilo in o rezultatu preveritve letnega poročila mora sestaviti pisno poročilo za skupščino. Najkasneje v enem mesecu (ali pa v dodatno podaljšanem enomesečnem roku uprave) mora nadzorni svet preveritvi letno poročilo in napisati upravi poročilo o morebitnih pripombah in ali potrjuje letno poročilo (ZGD-F, 2002, člen 274). Če nadzorni svet potrdi letno poročilo, je poročilo sprejeto. Skupščina je pristojna za sprejem letnega poročila v dveh izjemnih primerih, in sicer, če ni soglasja med upravo in nadzornim svetom, torej če nadzorni svet ni potrdil poročila, in v primeru, če sta uprava in nadzorni svet odločitev o sprejetju letnega poročila prepustila skupščini (ZGD-F, 2002, člen 282).

Ker skupščina letnega poročila praviloma formalno več ne sprejema, se je težišče njenega dela preneslo na odločanje o uporabi bilančnega dobička (namesto dosedanjega sklepanja o delitvi dobička). O tem odloča na predlog uprave in nadzornega sveta, čeprav pri odločanju o uporabi bilančnega dobička na njun predlog ni vezana, vezana je le na sprejeto letno poročilo (ZGD-F, 2002, člen 282). V ZGD-F, po nemškem vzoru, skupščina odloča o podelitvi razrešnice upravi in nadzornemu svetu na podlagi predloženega in sprejetega letnega poročila ter poročila nadzornega sveta. Konec osmega meseca po koncu poslovnega leta je zadnji rok, do katerega mora biti opravljena skupščina, na kateri se odloča o uporabi bilančnega dobička in o razrešnici uprave in nadzornega sveta (ZGD-F, 2002, člen 282a).

2.2 ODLOČANJE O UPORABI ČISTEGA DOBIČKA

O uporabi čistega dobička ZGD-F (2002) v členu 228.1 natančno določa vrstni red, ki ga družba izkaže v letnem poročilu. Pri uporabi čistega dobička mora uprava zaradi upoštevanja zakonsko določenega vrstnega reda ravnati v skladu s kogentnimi (zapovedanimi) zakonskimi določbami, ki ne dopuščajo nikakršnih sprememb v smislu prilagajanja želenim rezultatom čistega poslovnega izida v posameznem poslovnem letu.

Čisti dobiček se mora uporabiti za namene po naslednjem vrstnem redu:

1. **Za kritje prenesene izgube** – to je bistvena sprememba v ZGD-F, saj je bilo pred letom 2001 možno pokrivati izgubo pet let, hkrati pa izplačevati delničarjem dividende, kar po novi ureditvi ni več mogoče.
2. **Za oblikovanje zakonskih rezerv** – s tem država prepreči, da bi se del dobička izplačeval, pri čemer veljajo določene omejitve prenosov dobička na zakonske rezerve, z namenom dodatne zaščite malih delničarjev (upnikov), da ne bi prišlo do izstradanja manjšinskih delničarjev.
3. **Za oblikovanje rezerv za lastne deleže** – tudi s to določbo želi država zaščititi upnike, saj nakup lastnih delnic dejansko zmanjšuje kapital in tako država preprečuje nadaljnje zmanjšanje s prepovedjo izplačevanja dividend v znesku naložb v lastne delnice.

4. **Za oblikovanje statutarne rezerv** – namen teh rezerv je uravnavanje politike dividend, saj se iz statutarne rezerv lahko krije nenavadno velika izguba, ki je ni bilo moč kriti z dobičkom, ali pa se le-te uporabijo za oblikovanje rezerv za lastne deleže ter tako ostane dobiček namenjen za izplačilo dividend.

2.3 RAZPOREDITEV PREOSTANKA DOBIČKA

ZGD-F podobno kot v prejšnji ureditvi dopušča, da uprava in nadzorni svet pri sprejemu letnega poročila 50 odstotkov od preostanka čistega dobička lahko po obvezni uporabi čistega dobička razporedita v druge rezerve iz dobička. Torej skupščina odloča najmanj o polovici čistega letnega dobička, če ni bilo obveznih odvajanj oziroma uporabe po členu 228.1.

Zakon tudi določa, da smeta uprava in nadzorni svet uporabiti tudi večji delež od polovice preostanka čistega dobička, če imata za to izrecno statutarno pooblastilo. Statutarna avtonomija pa je omejena v smislu, ali gre za javno ali nejavno delniško družbo. Pri nejavni delniški družbi, katere delnice ne trgujejo na organiziranem kapitalskem trgu, lahko statut to pooblastilo omeji tudi na manjši delež od polovice preostanka čistega dobička. Pri javni delniški družbi pa taka omejitev zakonskih pooblastil uprave in nadzornega sveta ni možna. Statutarno pooblastilo za oblikovanje večjih rezerv iz dobička velja v vseh primerih, razen, ko rezerve že dosegajo ali presegajo polovico osnovnega kapitala. V dveh izjemnih primerih po ZGD-F, ko o sprejemu letnega poročila odloča skupščina, lahko le-ta odloči, da se iz zneska čistega dobička po njegovi obvezni uporabi oblikuje druge rezerve iz dobička, vendar za ta namen skupščina ne sme porabiti več od polovice preostanka dobička (ZGD-F, 2002, člen 228).

2.4 ODLOČANJE O BILANČNEM DOBIČKU

Po ZGD-F skupščina odloča o uporabi bilančnega dobička in pri tem ni vezana na predlog uprave in mnenje nadzornega sveta, vezana pa je na sprejeto letno poročilo. Če je na primer uprava predlagala nadaljnje odvajanje čistega dobička v druge rezerve iz dobička, lahko skupščina odloči o izplačilu dividend iz dobička in obratno. V praksi se lahko zgodi tudi to, da se celotni čisti dobiček razporedi v druge rezerve iz dobička, če uprava in nadzorni svet pri sestavljanju letnega poročila oblikujeta druge rezerve iz dobička v velikosti 50 odstotkov čistega dobička, preostalo polovico pa odvede v druge rezerve iz dobička skupščina. To pomeni, da bo odločanje o njihovi nadaljnji usodi predvsem v pristojnosti uprave in nadzornega sveta pri sestavljanju prihodnjega letnega poročila. Te rezerve lahko potem nadzorni svet in uprava odvedeta v naslednjem letu v bilančni dobiček, v rezerve za lastne delnice, za pokrivanje izgube ter druge namene. V primeru, ko pa se skupščina odloči, da prenese bilančni dobiček v kategorijo prenesenega dobička, se s tem ne prenese pristojnosti o odločanju dobička na upravo in nadzorni svet, ampak gre le za odloženo odločanje o dobičku. O tem prenesenem dobičku bo skupščina odločala že prihodnje leto, saj se bo ta praviloma

pokazal pod postavko bilančni dobiček, razen v izjemnem primeru, in sicer če bo družba poslovala z izgubo, se bo ta preneseni dobiček avtomatično porabil za kritje izgube. Če skupščina odloči drugače, kot sta predlagala uprava in nadzorni svet, to ni ničnostni niti izpodbojni razlog za letno poročilo in sklep o uporabi letnega dobička. Po prejšnji ureditvi pa je bil sklep skupščine izpodbojen, če se le-ta ni strinjala s predlogom uprave in nadzornega sveta (ZGD-F, 2002, člen 228).

Sklep o uporabi bilančnega dobička je eden izmed najpomembnejših sklepov skupščine delniške družbe in družbe z omejeno odgovornostjo, zaradi česar zakon določa posebej izpodbojni razlog, ki je zapisan v 368. členu v ZGD-F. V tem členu je zapisano, da je sklep skupščine izpodbojen, če je v nasprotju z zakonom ali statutom ali če je skupščina odločila, da se delničarjem dobiček ne deli najmanj v višini 4 odstotkov osnovnega kapitala, če to po presoji dobrega gospodarstvenika ni bilo nujno glede na okoliščine, v katerih družba posluje. Tožbo zoper tega lahko vložijo delničarji, katerih skupni delež dosega dvajsetino osnovnega kapitala ali nominalni znesek 100 milijonov SIT.

Na podlagi ZGD-F in sklepa skupščine je mogoče bilančni dobiček uporabiti torej za dva namena, in sicer za razdelitev med delničarje ali za oblikovanje drugih rezerv iz dobička. Na podlagi posebne statutarne razdelitve pa se lahko bilančni dobiček uporabi tudi za druge namene, kot so izplačila zaposlenim, članom uprave in članom nadzornega sveta, za donacije tretjim osebam in drugo. Statut je lahko zapisan le splošno, lahko pa tudi natančno določi, koliko bilančnega dobička bodisi v odstotku bodisi v absolutnem znesku ter pod katerimi drugimi pogoji je mogoče uporabiti bilančni dobiček za druge namene. V statutu se lahko določijo le zgornja meja dobička, ki se lahko razdeli, in drugi pogoji. Ni pa pogoj, da se v statutu določi odstotek dobička za udeležbo zaposlenih, uprave in nadzornega sveta pri razdelitvi dobička. V glavnem pa zadostuje le splošna opredelitev namena uporabe dobička v statutu (Kocbek, 2002, str. 46; ZGD-F, 2002, str. 74).

3 DAVČNI VIDIK

Davčni vidik ima pomemben vpliv na odločitve v zvezi z izplačevanjem dividend in kapitalskih dobičkov. Obdavčitev dohodka pravnih oseb, med katere spadajo dividende in kapitalski dobički, v Sloveniji ureja Zakon o davku od dohodka pravnih oseb. Omenjeni zakon je začel veljati s 01. 01. 2005 in je nadomestil Zakon o davku od dobička pravnih oseb. Obdavčitev dividend in kapitalskih dobičkov, ki so jih ustvarile fizične osebe v Sloveniji, obravnava Zakon o dohodnini, ki je bil prav tako spremenjen s 01. 01. 2005.

3.1 OBDAVČITEV DIVIDEND IN KAPITALSKIH DOBIČKOV ZA FIZIČNE OSEBE

Zakon o dohodnini v Sloveniji določa, da se v davčno osnovo za dohodnino med drugimi dohodki upoštevajo dobički od prodaje kapitala in dohodki, doseženi z udeležbo pri dobičku (Zakon o dohodnini, 2004).

Dobiček iz kapitala je dobiček, dosežen z odsvojitvijo kapitala. Za kapital po Zakonu o dohodnini se štejejo tudi pretežni lastniški delež ali njegov del in vrednostni papirji ter deleži, če je osvojitve izvršena pred pretekom treh let, ko je bil vrednostni papir ali delež pridobljen. Sprememba tega zakona s 01. 01. 2005 se nanaša na pretežnimi lastniškimi deleži v osnovnem kapitalu. Pretežni lastniški delež vrednostno s sorazmernim upoštevanjem drugega kapitala gospodarske družbe dosega najmanj 60 milijonov tolarjev, ki ga ima zavezanec neposredno ali posredno preko povezanih oseb, pri tem pa kapital gospodarske družbe po pridobitvi lastniškega deleža presega 200 milijonov tolarjev. Delež v osnovnem kapitalu in sorazmerni delež drugega kapitala gospodarske družbe se ugotavlja kot povprečje njegove vrednosti po poslovnih poročilih gospodarske družbe za zadnje petletno obdobje pred odsvojitvijo lastniškega deleža zavezanca. Kapital gospodarske družbe po pridobitvi pa se ugotavlja kot povprečje njegove vrednosti po zadnjem poslovnem poročilu po pridobitvi (Zakon o dohodnini, 2004, člen 86).

Za obdavčljivo odsvojitve kapitala se po zakonu šteje vsaka odsvojitve kapitala, kot je zlasti prodaja kapitala, dajanje kapitala v dar, zamenjava kapitala in ostalo, kar je določeno z zakonom (Zakon o dohodnini, 2004, člen 87). Dohodnine pa se ne plača od dobičkov kapitala doseženega pri prvi odsvojitvi delnic, ali deleža kapitala, pridobljenega v procesu lastninskega preoblikovanja podjetij (Zakon o dohodnini, 2004, člen 89). Akontacije dohodnine iz dobička iz kapitala se izračuna in plača po 25-odstotni stopnji od davčne osnove (Zakon o dohodnini, 2004, člen 125).

Osnova za davek od dobička iz kapitala je razlika med vrednostjo kapitala ob odsvojitvi in vrednostjo kapitala po pridobitvi. Kadar je omenjena razlika negativna, se lahko zavezancu za dohodnino davčna osnova zmanjša za navedeno izgubo, vendar ne več kot znaša pozitivna davčna osnova za dobiček iz kapitala. V primeru, da zavezanec v roku 30 dni pred ali po odsvojitvi kapitala pridobi vsebinsko istovrstni nadomestni kapital ali da zavezanec odsvoji svoj kapital in zavezančev družinski član ali pravna oseba, v kateri ima zavezanec pretežni lastniški delež, pridobi istovrstni kapital, se davčna osnova dohodnine ne zmanjša. Pozitivna razlika med prodajno in nakupno vrednostjo kapitala, ki ga ima zavezanec v gospodarjenju pri borznoposredniški družbi na podlagi pogodbe, se zmanjša za dejanske stroške zavezanca v obliki provizije po pogodbi, vendar ne več kot 1,5 odstotne pozitivne razlike. Davčna osnova od dobička iz kapitala, ko gre za pretežni lastniški delež ali njegov del, se zmanjša za 60 odstotkov, če je od pridobitve do odsvojitve kapitala ali njegovega dela preteklo najmanj tri leta (Zakon o dohodnini, 2004, člen 90).

Pravna oseba, ki izplačuje dividende, mora ob vsakem izplačilu dividend obračunati in plačati posebno akontacijo na izplačano dividendo, ki ga ureja davčni postopek. Akontacija dohodnine od dividend se izračuna in plača v višini 25 odstotkov od davčne osnove. Pravna oseba izda prejemniku dividende potrdilo o plačani posebni akontaciji. Prejemniku dividende se davčna osnova v dohodnini poveča za prejete dividende, vključno s plačano akontacijo (Zakon o dohodnini, 2004, člen 124).

Prejete dividende pri fizičnih osebah spadajo med dohodke iz premoženja. Kot dividenda se po Zakonu o dohodnini obdavčuje vsaka razdelitev dohodka imetniku deleža iz premoženja plačnika oziroma povezane osebe plačnika na podlagi njegovega lastniškega deleža pri izplačevalcu dividend. Pravna oseba, ki izplačuje dividende, ne sme pri tem razdeliti dohodek v korist zmanjšanja njegovega lastniškega kapitala, vključno z razdelitvijo delnic ali zamenljivih obveznic ali drugačni obliki, s katero se dobiček ali rezerve, oblikovani iz dobička ali prevrednotevalnega popravka kapitala, preoblikujejo v osnovni kapital oziroma povečujejo lastniški delež zavezanca (Zakon o dohodnini, 2004, člen 79).

Znesek posamezne davčne osnove, ki je dosežena z dividendo, se rezidentu zmanjša za 35 odstotkov, razen če z zakonom ni določeno drugače (Zakon o dohodnini, 2004, člen 102).

3.2 OBDAVČITEV DIVIDEND IN KAPITALSKIH DOBIČKOV ZA PRAVNE OSEBE

Med dohodke po Zakonu o davku od dohodka pravnih oseb, ki imajo vir v Sloveniji, spadajo tudi dohodki od odsvojitve vrednostnih papirjev in lastniških deležev gospodarskih družb ter prejete dividende teh družb. Davčna osnova pravne osebe je dobiček iz izkaza poslovnega izida ali letnega poročila na podlagi zakona in v skladu z računovodskimi standardi (Zakon o davku od dohodka pravnih oseb, 2004).

Pravni osebi v Republiki Sloveniji so iz davčne osnove izvzete prejete dividende, če je (Zakon o davku od dohodka pravnih oseb, 2004, člen 18):

1. prejemnik v kapital gospodarske družbe, ki izplačuje dividende, udeležen z minimalnim 20 odstotnim deležem, delnic ali glasovalnih pravic do 31. 12. 2006 (od 01. 01. 2007 do 01. 01. 2009 minimalni delež znaša 15 odstotkov; od 01. 01. 2009 naprej pa 10 odstotkov),
2. čas trajanja udeležbe v kapitalu najmanj 24 mesecev in
3. izplačevalec zavezanec za davek ter ni rezident države, v primeru poslovne enote pa se ta nahaja v državi z ugodnejšim davčnim okoljem, v katerem je za namene tega člena država, v kateri je splošna, povprečna, nominalna stopnja obdavčitve dobička družbi nižja od 12,5 odstotkov.

Prejemnik dividend je lahko tudi nerezident, če je njegova udeležba v kapitalu izplačevalca dividend povezana z aktivnostmi, ki jih nerezident opravlja v poslovni enoti v Sloveniji oziroma preko poslovne enote v Sloveniji (Zakon o davku od dohodka pravnih oseb, 2004, člen 18).

V primeru, da prejemnik dividend še ne izpolnjuje zahtevan čas trajanja udeležbe v kapitalu, lahko še vedno izvzame dividende iz davčne osnove, če izroči pristojnemu davčnemu organu ustrezno bančno garancijo. Garancija mora biti v višini davka, ki bi ga moral prejemnik dividende plačati, če jih ne bi izvzel. Davčni organ lahko unovči garancijo, če se omenjena zahteva ne izpolni, garancija pa poteče z dnem, ko se ta pogoj izpolni (Zakon o davku od dohodka pravnih oseb, 2004, člen 18).

Tretja točka 18. člena Zakona o davku od dohodkov pravnih oseb pa je izpolnjena, če je izplačevalec:

1. oseba, ki ima eno od oblik, za katere se uporablja skupen sistem obdavčevanja, ki velja za matične in odvisne družbe iz različnih držav članic EU, in
2. je za davčne namene rezident v državi članici EU v skladu s pravom te države in se v skladu z mednarodno pogodbo o izogibanju obdavčevanja dohodka, sklenjene z državo nečlanico EU, ne šteje kot rezident izven EU, in
3. je zavezanec za enega od davkov, v zvezi s katerimi se uporablja skupen sistem obdavčevanja v državah EU.

Izplačevalec dividend je obdavčen za znesek izplačanih dividend, saj se med odhodke po tem zakonu ne prizna delitev dobička, zlasti za dividende in druge podobne dohodke dividendam, rezerve iz dobička, nagrade upravi in članom nadzornega sveta, ki imajo naravo udeležbe v dobičku (Zakon o davku od dohodka pravnih oseb, 2004, člen 21).

Zavezanec Zakona o davku od dohodka pravnih oseb, ki koristi davčno olajšavo za investicije (za investicije za opremo in opredmetena dolgoročna sredstva v Sloveniji se priznava 10 odstotna davčna olajšava; za investicije v opremo za raziskave in razvoj še dodatnih 10 odstotkov), ne sme razporejati dobička za udeležbo pred potekom treh davčnih obdobij, in sicer po davčnem obdobju, za katerega je koristil davčno olajšavo. Če zavezanec razporedi dobiček za udeležbo pred tremi davčnimi obdobji po davčnem obdobju, za katero je koristil davčno olajšavo, mora za znesek izkoriščene davčne olajšave povečati davčno osnovo v obdobju razporeditve dobička za udeležbo v dobičku (Zakon o davku od dohodka pravnih oseb, 2004, člen 49).

Z odbitkom tujega davka so v Sloveniji odpravili dvojno obdavčitev dohodkov rezidenta iz virov izven Slovenije. Rezident Slovenije lahko iz svoje davčne osnove odšteje znesek davka, ki ga je plačal za dohodke iz virov izven Slovenije. Odbitek tujega davka ne sme biti nižji od zneska tujega davka na tuj dohodek ali nižji od zneska davka, ki bi ga bilo treba plačati po slovenski zakonodaji, če odbitek ne bi bil možen. Zavezanec, ki uveljavlja odbitek, mora

zagotoviti dokazila, ki so določena v davčnem postopku (Zakon o davku od dohodka pravnih oseb, 2004, člen 55–56).

Davek od dohodkov pravnih oseb tako rezidenti kot nerezidenti plačajo za dohodke dividend po 25—odstotni stopnji. Vendar davka v tem primeru ne plačajo država RS, Banka Slovenije, in prejemnik dividend, ki izplačevalcu rezidentu ter nerezidentu sporoči svojo davčno številko. V mednarodnih pogodbah o izogibanju dvojnega obdavčevanja dohodka je določena davčna stopnja. Če je davčna stopnja v pogodbah drugačna kot 25—odstotna, se neposredno uporablja davčna stopnja iz teh pogodb (Zakon o davku od dohodka pravnih oseb, 2004, člen 68).

Rezident in nerezident, ki sta prejemnika dividend, všteta prejete dividende v svojo davčno osnovo pred zmanjšanjem za odtegnjen davek. Vendar se obveznosti zavezanca za davek potem zmanjšajo za davčni odtegljaj (Zakon o davku od dohodka pravnih oseb, 2004, člen 73).

4 POLITIKA DIVIDEND V TEORIJI

4.1 OPREDELITEV DIVIDEND IN POLITIKE DIVIDEND

S terminom dividenda je poimenovana razdelitev minulih in sedanjih dobičkov v obliki stvarnih sredstev lastnikom podjetja v razmerju, ki predstavlja njihovo udeležbo v kapitalu. Dividende oziroma izplačila delničarjem morajo izpolnjevati naslednje tri pogoje. Prvi pogoj je, da se izplačila nanašajo le na ustvarjeni dobiček. Izplačila morajo biti v obliki realnih sredstev, največkrat so v denarni obliki. Zadnji pogoj izplačil je udeležba vsakega lastnika v razmerju, ki je enak njegovemu lastništvu v kapitalu podjetja (Frankfurter, 2003, str. 4).

S pojmom politika dividend se običajno označuje finančna odločitev o deležu izplačanega čistega dobička lastnikom podjetja, kjer je večji delež povezan z večjim obsegom zunanjega lastniškega financiranja podjetja in obratno. Optimalna politika dividend naj bi uravnavala ravnotežje med tekočimi dividendami in prihodnjo rastjo poslovanja podjetja (Baker, Powell, Veit, 2002, str. 280). Pri tem se predpostavlja, da naj bi politika dividend maksimirala tržno vrednost enote lastniškega kapitala in tako tudi premoženje lastnikov (Mramor, 1996, str. 191).

S preučevanjem politike dividend so se raziskovalci pričeli ukvarjati šele v začetku 60-tih let prejšnjega stoletja, vendar raziskovalci še do danes niso uspeli dokončno odgovoriti na dve temeljni vprašanji:

1. Ali politika dividend vpliva na tržno vrednost podjetja?

2. In, ker je očitno, da imajo podjetja precej heterogene politike dividend, kateri so dejavniki oblikovanja politike dividend?

Teorije politike dividend teoretično v grobem razdelijo na dve področji:

- na teorije vpliva politike dividend na tržno vrednost podjetja oziroma na temeljne teorije in
- na modele dejavnikov politike dividend oziroma na izpeljane teorije.

4.2 TEMELJNE TEORIJE POLITIKE DIVIDEND

Temeljne teorije politike dividend razlagajo vpliv politike dividend na tržno vrednost enote lastniškega kapitala. V literaturi se pojavljajo tri temeljne teorije politike dividend, in sicer:

- teorija nevtralnosti,
- teorija pozitivnega vpliva in
- teorija negativnega vpliva.

4.2.1 TEORIJA NEVTRALNOSTI

Teorija utemeljuje nevtralni vpliv politike dividend na tržno vrednost delnice in stroške kapitala podjetja. Modigliani in Miller (1961) sta presenetila strokovno in znanstveno javnost s tezo, da je vrednost podjetja odvisna samo od njegove sposobnosti (zmožnosti) ustvarjanja denarnih donosov, ne pa od načina razdelitve ustvarjenega dobička na zadržani dobiček in dividendna izplačila. Teorijo podpirata z dejstvom, da si vsak lastnik delnice v praksi lahko ustvari sebi lastno politiko dividend, s tem ko lahko prosto prodaja in kupuje delnice na trgu. Če lastnik želi večje dividende, kot jih podjetje izplača, preprosto proda nekaj delnic, v nasprotnem primeru, ko bolj ceni kapitalski donos, pa z izplačanimi dividendami pač kupi dodatne delnice istega podjetja (Brigham, Daves, 2002, str. 561).

Teorija nevtralnosti je smiselna in možna pod pogoji popolnega trga kapitala, kjer razne nepopolnosti, kot so transakcijski in davčni stroški, konflikti interesov ter asimetrične informacije med poslovodji in lastniki ne obstajajo. Teorija temelji tudi na tem, da delničarje zanima samo skupna donosnost njihovega premoženja, kar določa donosnost iz poslovanja podjetja, ne glede na to ali je le-ta realiziran v obliki dividend ali kapitalskega dobička (Lease, 2000, str. 45–46).

Politika dividend delničarjem, ki sledi stabilni višini dividend skozi daljše časovno obdobje, omogoča vzdrževanje discipline pri svojih naložbenih in potrošniških odločitvah. S prejetimi dividendami delničarji financirajo del svoje potrošnje, ki pa je z višino dividend omejena. Če pa podjetje ne bi izplačalo dividend, bi delničarji del svoje potrošnje financirali s prodajo delnic, kar bi povzročilo kratkoročno čezmerno prodajo in potrošnjo. Disciplina, ki se v

podjetju odraža v obliki enakomernih in stalnih dividend, se torej nekako prenese tudi na delničarje (Lease, 2000, str. 41).

4.2.2 TEORIJA POZITIVNEGA VPLIVA

Začetki razvoja teorije politike dividend izhajajo iz teorije pozitivnega vpliva oziroma teorije "vrabca v roki". Prvo študijo o tej politiki dividend je napisal Gordon (1959), v kateri je avtor dokazal, da so investitorji bolj zaupljivi v izplačila dividend v sedanosti kot pa v kapitalske dobičke, ki nastanejo kot posledica reinvestiranih zadržanih dobičkov v prihodnosti. Iz tega je razvidno, da investitorji niso naklonjeni tveganju, zato pri vrednotenju bodočih tokov v obliki dividend uporabljajo nižjo diskontno stopnjo kot pri vrednotenju bodočih tokov v obliki kapitalskih dobičkov. Po tej teoriji naj bi torej večji delež dobička, izplačanega v dividendah, pozitivno vplival na tržno vrednost delnice (Brigham, Daves, 2002, str. 561).

Argument proti tej teoriji je, da večina investitorjev reinvestira dividende v delnice istega ali podobnega podjetja, zato je tveganje investitorjev povezano z donosnostjo podjetja, ki je dolgoročno opredeljeno samo s tveganjem doseganja dobička podjetja in ne tudi s politiko izplačila dividend (Brigham, Daves, 2002, str. 562).

4.2.3 TEORIJA NEGATIVNEGA VPLIVA

Teorijo negativnega vpliva, ki temelji na davčnih učinkih, sta razvila Lintzenberger in Ramaswamy (1979). Razlaga te teorije temelji na višji davčni stopnji dividend v primerjavi z nižjo davčno stopnjo kapitalskih dobičkov, kar je značilno za ZDA.

Investitor plača davek na dobiček iz kapitala v primeru razlike med nakupno in prodajno ceno delnice in to šele takrat, ko so dobički realizirani. Tako ima investitor možnost odložitve prodaje svojih vrednostnih papirjev in s tem tudi plačila davkov. Ta trditev nas privede do časovne vrednosti denarja, ki pove, da je denarna enota davka, plačanega v prihodnosti, manj vredna kot pa denarna enota, plačana danes (Brigham, Daves, 2002, str. 562).

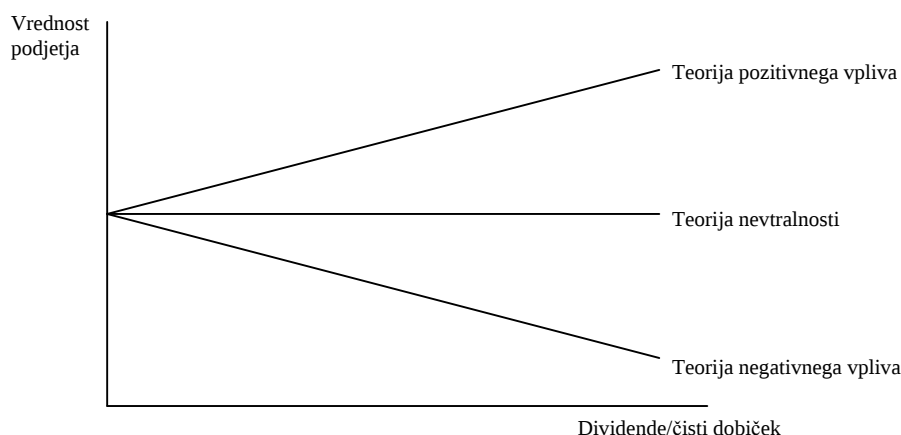
V skladu s to teorijo želijo investitorji maksimizirati donos delnice po davkih in hkrati preložiti davčne obveznosti na kasnejše obdobje. Posledično to dokazuje, da bo politika izplačevanja nizkih dividend povzročila dvig tržne vrednosti delnic podjetja.

4.2.4 SKLEP TEMELJNIH TEORIJ POLITIKE DIVIDEND

Vse tri temeljne teorije politike dividend na svoj način pojasnjujejo vpliv politike dividend na vrednost podjetja. Glavni vzrok, da so si te teorije tako močno nasprotujoče, leži v predpostavkah, na katerih temelji posamezna teorija. Rezultati empiričnih raziskav so mešani.

Nemogoče je namreč določiti razmerje med politiko dividend in stroški kapitala in nemogoče je posploševati preference vlagateljev do dividend, ki so individualne in se tako med delničarji nekega podjetja lahko močno razlikujejo. Zato je težko določiti optimalno politiko dividend, saj imajo delničarji nekega podjetja zelo različne želje glede izplačila dividend. Kljub temu pa lahko rečemo, da lastniki cenijo stabilno in predvidljivo politiko dividend in da je v pogojih popolnega trga kapitala politika dividend popolnoma nepomembna (Brigham, Daves, 2002, str. 564).

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



Vir: Brigham, 2002, str. 563.

4.3 IZPELJANE TEORIJE POLITIKE DIVIDEND

Temeljne teorije imajo malo empirično podprtih dokazov. Stvarne razmere so namreč bolj ali manj "nepopolne" in te posamezne "nepopolnosti" ali njihove kombinacije lahko zelo različno učinkujejo na vpliv politike dividend in s tem na tržno ceno njene delnice. Tako so iz temeljnih teorij razvili izpeljane teorije:

- teorija signalov,
- učinek klientov,
- stroški agentov.

4.3.1 TEORIJA SIGNALOV

V realnosti imajo poslovodje oziroma managerji več informacij o izglelih za prihodnje poslovanje podjetja kot finančni investitorji. Tako poslovodje z izplačevanjem dividend signalizirajo notranje informacije investitorjem, kar so ugotovili Battachary (1979), Miller in Rock (1985).

Managerji s predlogom povečanja deleža dobička, izplačanega v obliki dividend, pošljejo investitorjem "signal", da pričakujejo uspešno poslovanje v prihodnosti. Posledica je seveda

povečanje tržne cene delnic. Prav nasprotno pa zmanjšanje izplačanih dividend ali celo manjše povečanje dividend, kot je bilo pričakovano, lahko signalizira manj ugodno poslovanje v prihodnosti in s tem vpliva na padec cene delnice. Dividende so predvsem orodje, s katerim poslovodstvo podjetja tržna pričakovanja premakne na raven svojih pričakovanj, ki so verjetno bolj zanesljiva. Torej, če so pričakovanja poslovodstva optimistična, bodo povečali izplačila dividend (Antunovič, 1999).

Enega izmed novejših modelov teorije signaliziranja je razvil Nelson (1999). Ta model proučuje oblikovanje višine dividende ob predpostavki, da so nekateri delničarji neobveščeni oziroma naivni in se ne zavedajo vseh investicijskih možnosti podjetja. (Ne)naivni oziroma obveščeni investitorji so ponavadi notranji delničarji podjetja, ki vedo, kaj je vzrok spremembe dividende. Če so v ozadju znižanja dividende nove investicijske priložnosti, potem notranji investitorji kupujejo delnice, ko je podjetje podcenjeno. Naivni oziroma neobveščeni investitorji pa se teh investicij ne zavedajo in se odločajo za prodajo svojih deležev le na podlagi zmanjšanja dividend. Torej, ob znižanju dividend so neto kupci obveščeni investitorji, neobveščeni pa neto prodajalci. V naslednjem obdobju, če je investicija iz preteklega obdobja dobičkonosna, pa je ravno obratno, saj je podjetje v tem primeru precenjeno. Ta model je zelo naiven, saj predvideva da so neobveščeni investitorji individualni delničarji, obveščeni pa notranji delničarji (Nelson, 1999). Na kapitalskih trgih pa so čedalje bolj prisotni investicijski skladi, ki so razmeroma dobro seznanjeni s plani poslovanja podjetja oziroma z večjimi pomembnimi poslovnimi odločitvami.

Managerji Nasdaq podjetij, ki izplačujejo dividende, močno podpirajo teorijo signalov in se strinjajo, da investitorji sprejemajo spremembe dividend kot signal bodočih vidikov poslovanja podjetja. Podjetje naj bi primerno razkrilo investitorjem svoje razloge v primeru spremembe izplačevanja denarnih dividend. Managerji v študiji podpirajo tudi izjavo, da cena delnice ponavadi pade, ko podjetje nepričakovano zniža dividende. Če so značilnosti poslovanja podjetja skladne z managerskim zaznavanjem poslovanja, potem bi se managerji morali potruditi pri spreminjanju politike dividend, še posebno pri njihovem znižanju vrednosti. Različna empirična dognanja o odvisnosti med znižanjem dividend in vrednostjo delnice podirajo nenaklonjenost znižanju ali celo eliminiranju dividend (Baker, Powell, Veit, 2002).

Mnoge empirične raziskave kažejo, da imajo dividende neko informacijsko vsebino, vendar to ni nujno celotna razlaga cenovnih sprememb (Brigham, Daves, 2002, str. 565).

4.3.2 UČINEK KLIENTOV

Povezavo z osebnimi davki ter hkrati ob osebnih preferencah po denarnem donosu razlaga teorija učinka klientov, ki sta jo razvila Black in Scholes (1974).

Različnim skupinam delničarjem oziroma "klientom" ustreza različna politika dividend. Nekateri delničarji, kot so upokojeni posamezniki, ki imajo relativno nizke dohodke, preferirajo tekoče dohodke in zato želijo, da jim podjetje izplača čim večji delež dobička v obliki dividend. To jih ne obvezuje kakšnih velikih davčnih obveznosti, saj so v nizkem ali celo ničnem davčnem razredu. Na drugi strani pa delničarji, ki imajo relativno visoke dohodke in so v višjih davčnih razredih ter imajo manj potreb za tekočo potrošnjo, raje reinvestirajo dobiček v nove naložbe (Brigham, Daves, 2002, str. 567).

Ko se podjetje odloči za določeno politiko dividend, pridobi tiste kliente, za katere je ta politika optimalna. S spreminjanjem politike dividend podjetje v katerikoli smeri ne more povečati tržne vrednosti podjetja, kadar je trg kapitala v ravnovesju (vsi delničarji dobijo za sebe optimalen delež dividend). Vendar v praksi ravnovesje težko dosežemo, zato se bodo podjetja odločila za spremembo politike dividend le v primeru tehtnih razlogov, ki bodo pretehtali transakcijske stroške (prodaje ali nakupa delnic ter z njimi povezane davke) in bodo vodili k višji ceni delnic.

Z novejšimi spoznanji učinka klientov so se ukvarjali Allen, Bernardo in Welch (2000). Če so dividende obdavčene bolj kot kapitalski dobički, kot je to na primer v ZDA in mnogih ostalih državah, je odkup lastnih delnic v prednosti pred izplačilom dividend. Zanimalo jih je, zakaj se potem podjetja raje odločijo za izplačilo dividend kot za odkup lastnih delnic. Odgovor se skriva v učinku klientov. Institucionalni investitorji so relativno manj obdavčeni kot individualni investitorji. Podjetja, ki izplačujejo dividende, so relativno privlačnejša za institucionalne investitorje, saj lažje zaznajo pravo vrednost in poskrbijo, da je podjetje pravilno voden (Allen, Bernardo, Welch, 2000, str. 2501–2504).

Ta model temelji na dveh predpostavkah. Prva predpostavka pravi, da obstajajo skupine investitorjev, ki so različno obdavčene in imajo različne vzpodbude, da postanejo informirane o poslovanju podjetja. Zaradi svojega velikega deleža imajo institucionalni investitorji večjo potrebo po obveščenosti o vodenju in delovanju podjetja. S svojo možnostjo glasovanja lahko vplivajo na strukturo uprave in s tem na odločitve podjetja. V primeru, ko gre podjetju slabo, lahko institucionalni investitorji hitro prodajo večji del svojih delnic, česar pa si management ne želi, saj ga novi lastniki lahko zamenjajo. Druga predpostavka pravi, da so dividende eden izmed načinov za privabitev institucij. Tista podjetja, ki izplačujejo dividende, so zanimivejša za institucije, ker zanje dividende za razliko od posameznih delničarjev niso obdavčene. Zato je tudi v podjetjih, ki izplačujejo dividende, več institucionalnih investitorjev (Allen, Bernardo, Welch, 2000, str. 2500–2508).

Ta novejša dognanja učinka klientov je moč razložiti z dvema modeloma. V modelu signaliziranja so izplačila oziroma ne izplačila dividend kazalec dobro oziroma slabo vodenega podjetja. Omenjeni model predpostavlja v gospodarstvu slabo in dobro vodena podjetja, vrednost podjetja pred obdavčitvijo je slučajna spremenljivka z normalno porazdelitvijo, varianca je enaka za obe vrsti podjetij, pričakovana vrednost podjetja pred

obdavčitvijo pa je za dobro vodeno podjetje večja. Nobeno podjetje ni zadolženo, management se odloči za tako politiko dividend, ki bo maksimirala trenutno vrednost delnice, celotni dobiček podjetja je konstanten in se razdeli na dividende in odkup lastnih delnic. Davčna stopnja kapitalskih dobičkov je enaka nič, dividende pa so obdavčene. Davčna stopnja na dividende za institucionalne investitorje je nižja kot pri individualnih investitorjih. Informacija kakovosti poslovanja podjetja je posredovana na trg s pomočjo dividend. Visoka plačila dividend povečajo možnost, da je kakovost podjetja opažena s strani institucionalnih investitorjev, ki imajo boljše možnosti prepoznavanja informacij kot posamezni investitorji. Slaba podjetja ne želijo pritegniti institucij in zato raje ne izplačujejo dividend, saj se bojijo, da bo prepoznana prava kakovost podjetja. Obe skupini investitorjev sta nenaklonjeni tveganju in imata v svojem premoženju vključene vse vrste vrednostnih papirjev. Posledično sta obe skupini mejni investitor pri vsakem vrednostnem papirju. V mejnih primerih individualni investitorji zaradi obdavčitve dividend nižje vrednotijo delnice podjetja, ki izplačujejo dividende. Tako imajo delnice podjetij, ki izplačujejo dividende, nižjo ceno od delnic podjetij, ki ne izplačujejo dividend. Vendar so te delnice bolj privlačne za institucionalne investitorje, ker jim zaradi davčnih olajšav prinašajo višjo donosnost (Allen, Bernardo, Welch, 2000, str. 2500–2523).

Drugi model učinka klientov je model agenta. V modelu agenta želi podjetje s pomočjo dividend pritegniti institucionalne investitorje, s čimer bi si zagotovilo, da bo še naprej ostalo dobro vodeno. Slabo vodena podjetja ne želijo prisotnosti institucionalnih investitorjev, ker bi se ti aktivno vključili v delovanje podjetja in bi lahko zamenjali management ali pa bi s prodajo svojega deleža pospešili prevzeme. Nadzor lahko opravljajo le institucionalni investitorji, ker je njihov delež v podjetju običajno velik in bi stroški nadzora veljali le zanje, koristi od nadzora pa bi imeli vsi investitorji. Managerji izberejo tako politiko dividend, ki bo maksimirala vrednost delnice. V primeru povečanja dividende se zaradi višje obdavčitve individualnih investitorjev poveča delež institucionalnih investitorjev, s tem pa se poveča tudi nadzor, ki povečuje vrednost podjetja. Optimalna dividenda je višja, ko so stroški nadzora nižji, razlika med davčnima stopnjama obeh skupin investitorjev je večja, tehtana davčna stopnja manjša, učinkovitost nadzora večja, varianca vrednosti podjetja pa je manjša. Največja novost te teorije je, da razliko med klienti ne naredi absolutna davčna stopnja, kot je mišljeno v prvotni teoriji, temveč razlika med davčnima stopnjama institucionalnih in individualnih investitorjev (Allen, Bernardo, Welch, 2000, str. 2523–2536).

4.3.3 STROŠKI AGENTOV

V podjetju prihaja do nasprotnih interesov med lastniki podjetja in managementom, zato so delničarji oziroma lastniki pripravljeni nositi dodatne stroške nadzora, da bi nadzirali delovanje managerjev. Zagovornik teorije politike dividend s stroški agentov je Rozeff (1982), ki podpira večji delež izplačevanja dividend v korist zmanjšanja stroškov agentov.

Interes agentov je financirati naložbe iz zadržanih dobičkov, kar pomeni zmanjšanje razmerja med dolgom in kapitalom ter s tem zmanjšati tveganost podjetja. Agenti niso naklonjeni tveganju, vendar lahko to posledično vodi do neoptimalnih odločitev glede naložb. Investiranje zgolj z zadržanimi dobički daje agentom potuho, saj jim ni potrebno iskati dodatnega zunanjega kapitala za financiranje naložb, pri čemer pridejo pod drobnogled novih investorjev. Ob dokapitalizaciji prevzamejo del stroškov nadzora novi investitorji. Vendar pa bo "svež" kapital v podjetje vložen le, če so načrti podjetja za njegovo uporabo kakovostni, kar seveda od managementa zahteva, da ustvari dober ugled podjetja. Eden od mehanizmov dobrega poslovanja podjetja so tudi izplačila dividend, saj silijo poslovodstvo k dobremu poslovanju.

Če dobiček ni izplačan delničarjem in so razvojne možnosti podjetja že v večji meri izkoriščene, lahko managerji uporabijo dobiček za osebne potrebe ali za neprofitne projekte, ki bodo zagotavljali privatne koristi managerjev. Zato lastniki oziroma zunanji delničarji preferirajo dividende pred kapitalskimi dobički.

Zakonita zaščita zunanjih delničarjev se od države do države razlikuje. Omenjena zaščita je sestavljena iz zakonodaje in njenega uveljavljanja. V državah precedenčnega prava (primer ZDA, VB) so manjšinski delničarji bolj efektivno zaščiteni kot v državah rimskega prava. V državah rimskega prava, kjer je zakonita zaščita manjšinskih delničarjev slabša, bi lahko z dividendami kot substituti izboljšali nadzor nad poslovodstvom. Vendar pa so v teh državah razvojne možnosti podjetij še zelo velike in tega se zavedajo tudi delničarji, ki sedaj preferirajo nizke dividende, ker vedo, da bodo le-te v prihodnje veliko višje (La Porta et al., 2000, str. 2–3).

V državah precedenčnega prava v velikih korporacijah, kjer imajo veliko kontrolo managerji, lastništvo zelo razpršeno. V preostalih državah pa imajo v podjetjih delničarje z velikimi deleži. Dividende v anglosaksonskih deželah so rezultat učinkovitega sistema zakonite zaščite delničarjev, pod tem sistemom lahko manjšinski delničarji uporabijo zakonske moči v prid izplačevanja višjih dividend v nasprotju z zadolževanjem dobička managerjev zaradi osebnih koristi. Delničarji imajo pravico do glasovanja o pomembnih poslovnih odločitvah — izvolitev predsednika uprave, toženje podjetja za škodo in ostalo (La Porta et al., 2000, str. 3–6).

Zgoraj omenjena dognanja opisuje teorija stroškov agentov na ravni državne zakonodaje, vendar Bhattaharyyijev (1998) model opisuje to teorijo na ravni posameznega agenta oziroma managerja. Lastnik mora zagotoviti agentu tako plačo, ki ga bo spodbudila k dobremu upravljanju podjetja. Funkcija plače managerja je sestavljena iz konstantnega dela plače, del plače je v odvisnosti od višine dividend, preostali del plače pa je v odvisnosti od realiziranega dobička. Principal naj bi variabilni del plače agenta vzpostavil na taki ravni, da bodo njegove neto koristi največje, pri čemer mora upoštevati dejstvo, da bo agent izbral tako višino dividend in vložil toliko truda, da bo lahko maksimiral svojo koristnost. Principal mora ponuditi agentu konstantni del plače dovolj visoko, saj agent pod določeno zajamčeno plačo

sploh ne bo želel delati. Sposobnejši agent bo vložil več truda in bo več namenil investiranju, tako da bodo izplačane dividende nižje. Agent z nižjo sposobnostjo pa bo dal večji poudarek dividendam (Bhattacharyya, 1998).

4.4 POLITIKA DIVIDEND V PRAKSI

Teoretični modeli politike dividend so namenjeni proučevanju dejavnikov, ki v različnih teoretičnih kontekstih vplivajo na izplačila dividend. V nadaljevanju pa navajam možne politike dividend, ki jih srečujemo v praksi. Ti modeli so naslednji:

- model preostalega dobička,
- model zglajenega preostalega dobička,
- model konstantnega deleža čistega dobička in
- model nizkih rednih dividend in dodatnih dividend.

4.4.1 MODEL PREOSTALEGA DOBIČKA

Po modelu preostalega dobička znaša višina izplačanih dividend toliko, kolikor ostane podjetju dobička po tem, ko zadosti potrebam po novih investicijah. Pri tem se upošteva, da sta struktura kapitala in investicijska politika podjetja določeni.

Podjetje se torej o deležu čistega dobička, namenjenega za izplačilo dividend, odloča v naslednjih korakih (Brigham, Daves, 2002, str. 569):

- določitev optimalne višine sredstev in s tem obveznosti do virov sredstev,
- določitev potrebnega obsega lastniškega kapitala za financiranje investicijskih projektov (v skladu s ciljno strukturo kapitala),
- zadrži se tolikšen del čistega dobička oziroma do optimalne strukture financiranja, kot se potrebuje za izpeljavo danih investicijskih projektov in
- izplačilo dividend samo v primeru, če zadržani dobički presegajo potrebe po financiranju optimalnega obsega investicij.

Osnova tega modela je, da dajejo investitorji reinvestiranju dobička prednost pred izplačevanjem dividend, če je stopnja donosa podjetniških reinvestiranih dobičkov v povprečju lahko večja, kot pa stopnja donosa, ki jo investitorji lahko dosežejo sami pri drugih naložbah s primerljivim tveganjem.

Ker se iz leta v leto investicijske možnosti kot tudi višina dobička spreminja, se bo striktno držanje modela preostalega dobička odražalo v nihanju dividend. Tako bi bil ta model optimalen le v primeru, če investitorjev ne bi motilo spreminjanje dividend, vendar le-ti želijo stabilne dividende, kar zvišuje zahtevano stopnjo donosa delnice in posledično znižuje njeno ceno. Zato bi morala podjetja, ki želijo uporabljati omenjeni model za določanje višine

dividend, oceniti dobiček in investicijske priložnosti za prihodnjih 5 let, na podlagi tega ugotoviti povprečen delež izplačanega dobička in višino dividende ter postaviti ciljni delež izplačanega dobička glede na višini povprečja za isto obdobje (Brigham, Daves, 2002, str. 572).

Model preostalega dobička je usmerjen v krepitev finančne moči in dolgoročno razvojno financiranje podjetja in se ne uporablja kot model za določanje višine dividend v posameznem letu. Torej se ta model uporablja za določanje optimalne politike dividend skupaj s finančnim načrtovanjem podjetja za prihodnje obdobje poslovanja. Višje ko so napovedi prihodnjega obsega poslovanja, višji so denarni tokovi podjetja, vendar so hkrati višji tudi zahtevani zunanji viri financiranja. To je razlog, da podjetja načrtujejo dividende v takšni višini, da jim ni treba izdajati novih delnic oziroma ne pridejo iz območja ciljne strukture financiranja (Brigham, Daves, 2002, str. 572).

4.4.2 MODEL ZGLAJENEGA PREOSTALEGA DOBIČKA

Model zglajenega preostalega dobička je razvil Lintner (1956). Bistvo tega modela je, da imajo podjetja opredeljen ciljni dolgoročni delež čistega dobička, ki ga nameravajo izplačati v obliki dividend. To zagotavlja stabilnost dividendne politike, ki je zelo zaželeno s strani vlagateljev.

Model zglajenega dobička je model, ki zagotavlja ohranjanje realne višine oziroma zmerno rast dividend, ki jo lahko podjetje vzdržuje (Brigham, Daves, 2002, str. 568).

Spremembe dividend so posledica dolgoročnih sprememb čistega dobička. Občasne spremembe čistega dobička ne vplivajo na višino dividend, saj se managerji neradi odločajo za spremembe le-teh, če vedo, da jih v prihodnje ne bo mogoče vzdrževati. Iz tega dejstva je razvidna očitna nagnjenost k stabilni, vendar hkrati tudi k naraščajoči dividendi na delnico.

Najpogostejši razlogi, ki govorijo v prid stabilnim dividendam so finančni načrti delničarjev, uvrstitev podjetja med stabilna, kar vzpodbudi višje povpraševanje po teh podjetjih predvsem iz strani upraviteljev investicijskih skladov in pričakovanja delničarjev, ki se oblikujejo na podlagi dividend, ki signalizirajo prihodnje razvojne možnosti podjetja (Brigham, Daves, 2002, str. 568).

Za vodenje politike stabilnih dividend je bistven kakovostno izdelan plan oziroma strategija poslovanja podjetja, predvsem pri ocenjevanju poslovnih izidov, denarnih tokov in inflacije. Uresničitev teh napovedi pa je odvisna tudi od zunanjih in notranjih dejavnikov, ki vplivajo na poslovanje podjetja, oziroma od splošnih gospodarskih pogojev (Brigham, Daves, 2002, str. 568).

4.4.3 MODEL KONSTANTNEGA DELEŽA ČISTEGA DOBIČKA

Podjetje, ki sledi temu modelu, vnaprej določi delež čistega dobička, ki ga namerava izplačati v obliki dividend, kar temelji na napovedi čistega dobička in investicijskih izdatkov za nekaj prihodnjih let. Posledica takšnega upoštevanja modela pri določitvi politike dividend je, da dividende nihajo enako kot nihajo čisti dobički skozi posamezna leta. To vodi k nestanovitnosti politike dividend. Model ni primeren za velika podjetja, saj nihanje višine dividend lahko zavede vlagatelje pri ocenjevanju vrednosti delnice oziroma nadaljnje rasti podjetja. Takšen model pa ni neobičajen pri manjših podjetjih, kjer je manj lastnikov, saj se le-ti lažje dogovorijo glede preferenc in možnosti prihodnje rasti podjetja oziroma glede tega, kakšno bo razmerje med zadržanim in izplačanim poslovnim izidom (Berk et al., 2002, str. 177).

4.4.4 MODEL NIZKIH REDNIH DIVIDEND IN DODATNIH DIVIDEND

Podjetje v skladu s tem modelom izplačevanja dividend napove nizko redno dividendo, za katero je prepričano, da jo bo lahko izplačevalo tudi v prihodnje, tudi če je poslovanje zelo slabo. V primeru, da je poslovanje podjetja zelo uspešno, izplača še dodatno dividendo, za katero pa investitorji vedo, da je enkratna, in zato je ne obravnavajo kot sporočilo oziroma signal, da bodo prihodki podjetja ter s tem posledično tudi dividende v prihodnje visoki. Podobno ne obravnavajo izostanka naslednje dodatne dividende kot sporočila, da bodo prihodki podjetja tudi v prihodnje nizki in ne bodo omogočili izplačila višjih dividend. Podjetju omogoča svobodnejšo izbiro o tem, koliko bo namenilo za izplačila dividend, kar povečuje njihovo finančno in investicijsko prilagodljivost ter zmanjšuje likvidnostno tveganje. Takšna politika dividend je primerna predvsem za podjetja, ki so podvržena večjemu poslovnemu in finančnemu tveganju, kar pomeni, da njihov dobiček med leti precej niha (Berk et al., 2002, str. 177).

4.4.5 OBLIKE IZPLAČILA DIVIDEND

V praksi podjetja večinoma izplačujejo dividende v denarni obliki, vendar so možna tudi izplačila v drugih oblikah – v obliki delnic, cepitev delnic in odkupa lastnih delnic.

1. Denarne dividende

Denarne dividende so izplačane v denarni obliki, kar pomeni, da se pri njihovem izplačilu odlijejo denarna sredstva iz podjetja. Denarne dividende se izplačujejo v breme kapitala. Taka vrsta dividend je v praksi najpogostejša oblika izplačevanja dividend.

2. Izplačilo dividend v obliki delnic in cepitev delnic

Delniške dividende in cepitev delnic sta obliki delitve dodatnih delnic lastnikom podjetja v razmerju, v katerem lastniški deleži ostajajo enaki. Izplačilo delniških dividend je podobno

delitvi delnic s to razliko, da delniška dividenda pomeni prenos zadržanega dobička v trajni kapital. Poveča se osnovni kapital v breme drugih postavk kapitala, kar pomeni, da se skupni kapital ne spremeni, prav tako ni odliva denarnih sredstev iz podjetja kot v primeru denarnih dividend. Cepitev delnic pa prav tako ne spremeni vrednosti kapitala. Zazna se le kot povečanje števila delnic in zmanjšanje nominalne vrednosti delnic. Delitev delnic ne spreminja strukture kapitala, ampak le zmanjša vrednost kapitala na delnico.

Delniške dividende in cepitev delnic se uporabljajo predvsem zaradi zadržanja tržne delnice v zelenem območju. Cepitev delnic se uporablja za večje cenovne prilagoditve in zato tudi redkeje, medtem ko se delniške dividende uporabljajo za manjše korekcije in zato pogosteje (Frankfurter, 2003, str. 194). Najava izplačila dividend v taki obliki nakazuje lastnikom, da managerji pričakujejo visoke dobičke v prihodnosti, vrednost podjetja pa se po objavi cepitve ponavadi poveča. Podjetja se poslužujejo takšnega izplačila dividend predvsem takrat, ko imajo težave pri plačilni sposobnosti in želijo zadržati dobiček v podjetju.

3. Odkup lastnih delnic

Alternativni način izplačila delnic je odkup lastnih delnic. Podjetje pri odkupu lastnih delnic oblikuje sklad lastnih delnic oziroma deležev, vendar v Sloveniji le do višine 10 odstotkov celotne izdaje delnic (ZGD-F, 2002, člen 240). Motivi in vzroki za odkup lastnih delnic s strani podjetja so lahko različni. Eden izmed motivov je lahko želja po zvišanju tržne cene delnic zaradi manjšega obtoka delnic na trgu. Podjetje lahko uporabi odkup lastnih delnic v primeru presežka denarnih sredstev in pomanjkanja investicijskih priložnosti, ko poslovodstvo ne želi zviševati dividend, ker ni prepričano, da je takšne dividende sposobno dolgoročno vzdrževati. Eden izmed motivov je lahko tudi nagrajevanje zaposlenih z delniškimi opcijami, podcenjenost delnic, morebitne davčne ugodnosti delničarjev v primerjavi s prodajo delnic na trgu in drugo (Frankfurter, 2003, str. 210).

5 EMPIRIČNE UGOTOVITVE O DEJAVNIKIH DIVIDENDNE POLITIKE NA SLOVENSKEM KAPITALSKEM TRGU

Prikazane teoretične in praktične teorije ter modeli so osnova številnih raziskav na področju dividendne politike. Vendar preverjanja dejavnikov teorij, ki opisujejo stanje na razvitih trgih kapitala, ni mogoče neposredno prenesti na slovenski trg kapitala, za katerega še vedno veljajo posebnosti.

V prvih letih po lastninskem preoblikovanju so v Sloveniji nekatere, predvsem finančno posredniške družbe takrat dividende izrabile kot instrument povečevanja zaupanja vlagateljev in tako izplačevale visoke dividende. Mnoga podjetja pritiske vlagateljev po visokih dividendah pozneje niso mogla vzdrževati (Zugwitz, 2004, str. 71).

Vedno večim slovenskim podjetjem je osnovni cilj vlaganje v nadaljnji razvoj, zato je politika dividend z omejenim dostopom do virov financiranja podrejena investicijski politiki in

strukturi kapitala (Mramor, Groznik, Valentinčič, 1999). Posledica tega je, da so podjetja spremenila politiko dividend, tako da sedaj upoštevajo vse vplive dividend na celotno poslovanje podjetja. Zugwitz ugotavlja, da v Sloveniji prevladujejo od tri- do petletni načrti poslovanja podjetja, ki vključujejo tudi politiko dividend. Najpogostejši model politike dividend je model zglajenega preostalega dobička in model enakega deleža izplačila, kjer podjetja v povprečju izplačajo med 30 do 50 odstotki dobička (Zugwitz, 2004, str. 72).

V nadaljevanju prikazujem empirične ugotovitve Zugwitza (2004) in Slapničarjeve (2004). Empirična raziskava Zugwitza razkriva dejavnike izplačil dividend. Namen njegove celotne raziskave je ugotoviti, ali je mogoče z računovodskimi kategorijami podjetja pojasniti izplačila dividend oziroma ali izplačila dividend odražajo uspešnost poslovanja podjetja. V analizo so vključena podjetja, ki so bila uvrščena v borzno kotacijo in na prosti trg Ljubljanske borze, d. d., 09. 10. 2003 ter podjetje Lek, d. d. V vzorcu proučevanih podjetij je tako zajetih 32 podjetij iz borzne kotacije in 82 podjetij iz prostega trga, skupno je tako v vzorcu zajetih 114 podjetij. Opazovano obdobje raziskave se nanaša na leta med 1996 in 2002 (Zugwitz, 2004, str. 72, 73, 74).

Celotna raziskava je razdeljena na dva vsebinsko ločena dela. Namen prvega dela je medletna primerjava pomembnejših podatkov o poslovanju preučevane populacije podjetij in njihove politike dividend na kumulativni ravni. S tem naj bi Zugwitz ugotovil odvisnost izplačil dividend glede na izbrane računovodske kategorije v preučevanem obdobju (Zugwitz, 2004, str. 75). Zugwitzove ugotovitve (2004, str. 79–80) na kumulativni ravni so sledeče:

- Število podjetij, ki izplačujejo dividende, se vsako leto povečuje, čeprav se sredstva relativno zmanjšujejo. Kumulativna rast dobička je višja od kumulativne rasti izplačil dividend.
- Naložbe na kumulativni ravni so stalno naraščale, izjema je le leto 2002, ko so se precej znižale. To potrjuje, da so se dividende gibale bolj ustaljeno kot naložbe.
- Razmerje med izplačanimi dividendami in čistim dobičkom na kumulativni ravni se med leti precej spreminja. Zugwitz ugotavlja, da podjetja ne oblikujejo višino dividend na podlagi ciljno določenega deleža v čistem dobičku, pač pa je bolj pomembna ustaljena višina dividend med leti.
- Variabilnost dobičkov slovenskih podjetij je višja kot variabilnost izplačanih dividend. S tem Zugwitz dokazuje, da podjetja v povprečju ne sledijo vnaprej določenemu deležu izplačanega dobička v dividendah, temveč zasledujejo politiko stabilne višine dividend.

V drugem delu raziskave Zugwitz preučuje politiko dividend na ravni posameznega podjetja, pri tem je uporabil panelne podatke, ki združujejo presečne podatke in časovne vrste, kar omogoča boljše ocene parametrov. Drugi del analize je sestavljen iz dveh sklopov. Namen prvega sklopa je narediti logistično regresijo s spremenljivkami, ki najbolje pojasnjujejo razlike med skupino podjetij, ki izplačujejo dividende, in skupino podjetij, ki dividend ne

izplačujejo (Zugwitz, 2004, str. 82–85). Zugwitzove ugotovitve (2004, str. 86–87) prvega sklopa raziskave na ravni podjetja so sledeče:

- Povezava med deležem izplačanega dobička in višino naložb, financiranih z lastnimi sredstvi, je zanemarljiva, zato ne moremo trditi, da so dividende podrejene naložbam in obratno.
- Močna odvisnost pa obstaja med deležem izplačanega dobička v obliki dividend in donosnostjo tako sredstev kot kapitala. To pričakovano dejstvo potrjuje, da bolj dobičkonosna slovenska podjetja izplačujejo višje dividende.
- Empirična ugotovitev Zugwitza prikazuje tudi pozitivno odvisnost s prostim denarnim tokom posameznega podjetja v opazovanem obdobju.

Namen drugega sklopa pa je ugotoviti, kateri dejavniki vplivajo na višino izplačanih dividend v skupini podjetij, ki so v preteklosti izplačevala dividende. Za analizo je Zugwitz izbral regresijski model s slučajnimi spremenljivkami, v katerem je zajel le 69 slovenskih podjetij in na podlagi tega ugotovil, da ima največji vpliv na višino dividende v tekočem obdobju višina dividende iz predhodnega obdobja. To dokazuje, da podjetja pri izbiri politike dividend veliko pozornost posvečajo uravnavanju dividend med leti. Kljub temu se ne da trditi, da je višina tekočih dividend odvisna le od višine minulih dividend, saj na njihovo višino precej vplivata tekoči dobiček ter višina likvidnejših sredstev in kratkoročnih obveznosti (Zugwitz, 2004, str. 92, 93).

Slapničarjeva (2004) je z regresijskim modelom želela oceniti, kaj vpliva na dividendno donosnost. Analiza temelji na vzorcu podjetij, katerih vrednostni papirji so kotirali na enotnem borznem in prostem trgu Ljubljanske borze na dan 31. 12. 2002 (Slapničar, 2004, str. 53). Ugotovitve Slapničarjeve (2004, str. 57) so naslednje:

- Dobičkonosnost sredstev in udeležba uprave v dobičku imata pozitiven značilen vpliv na dividendno donosnost.
- Denarni tok iz poslovanja podjetja in lastniški delež KAD in SOD imata pozitiven, vendar neznačilen vpliv na dividendno donosnost.

6 PREDSTAVITEV POLITIKE DIVIDEND V PODJETJU KRKA, d. d., NOVO MESTO

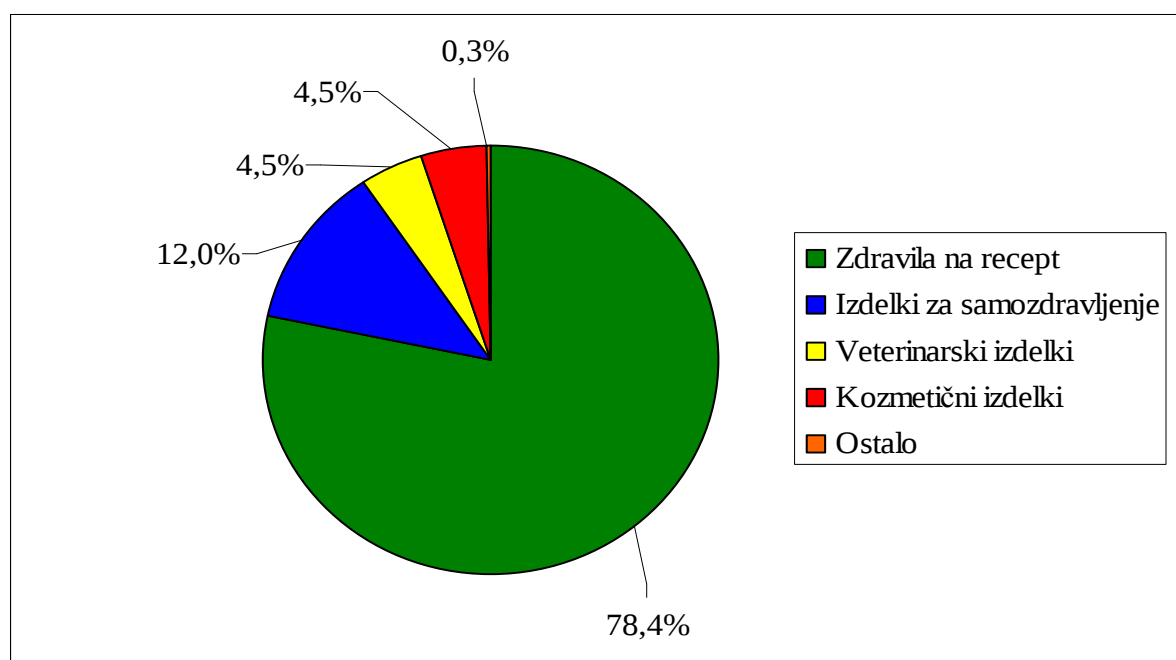
6.1 PREDSTAVITEV PODJETJA, POSLOVNIH REZULTATOV LETA 2003 IN ZNAČILNOSTI DELNICE

Krka, d. d. Novo mesto je eno med vodilnimi generičnimi farmacevtskimi podjetji v srednji in vzhodni Evropi. S svojo dejavnostjo uspešno prodira na zahodna tržišča in obenem ohranja prednost, ki jo ima na tradicionalnih trgih od Rusije pa vse do Irske. Njegovo poslanstvo je omogočiti ljudem zdravo in kakovostno življenje, kar uresničuje z bogato paleto izdelkov in

storitev. Prav tako je tudi njegova vizija zastavljena zelo jasno, saj nenehno utrjuje položaj enega vodilnih farmacevtskih podjetij na tržiščih srednje in vzhodne Evrope in se razširja na tržišča Evropske unije. To dosega z lastnim razvojem, mednarodnimi povezavami, fleksibilnostjo in učinkovitostjo.

Podjetje Krka ima diverzificirano ponudbo izdelkov in storitev. Temelj predstavlja farmacevtsko-kemijska dejavnost, ki zajema večino Krkinega poslovanja. Poleg zdravil na recept in izdelkov za samozdravljenje proizvajajo in tržijo še veterinarske in kozmetične izdelke. Zdraviliškoturistične storitve pa uresničujejo s hčerinskim podjetjem Krka Zdravilišča, d. o. o.

Slika 2: Prodaja družbe Krka, d. d. po skupinah izdelkov leta 2003 (v %)



Vir: Letno poročilo 2003.

Krka je v letu 2003 ob 10-odstotni rasti prodaje dosegla 85,4 milijarde tolarjev čistih prihodkov od prodaje, doseženi čisti dobiček leta 2003 v višini 11 milijard tolarjev pa uvršča Krko med najbolj uspešna slovenska podjetja. Izrazito izvozno usmerjenost Krke potrjuje doseženi 79-odstotni delež izvoza v skupni prodaji leta 2003.

Skupina Krka je v letu 2003 prodala za 96,7 milijarde tolarjev izdelkov in storitev, doseženi čisti dobiček leta 2003 pa je bil 10,5 milijarde tolarjev. V prilogi 1 je opisana skupina Krka.

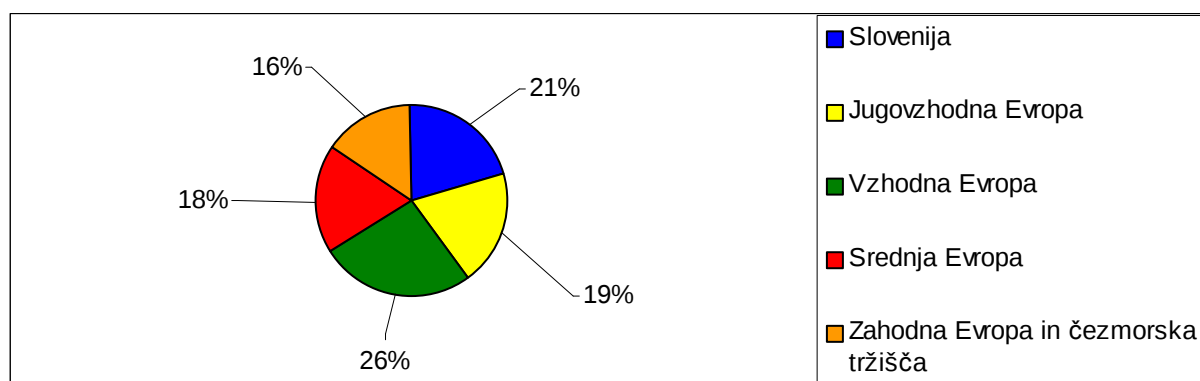
Tabela 1: Ključni finančni kazalci podjetja Krka, d. d. od leta 2001 do 2003

	2001	2002	2003
1. Koeficienti dobičkonosnosti podjetja			
donos na kapital ali ROE (=čisti poslovni izid/povprečni kapital)	0,119	0,122	0,119
donos na sredstva ali ROA (=čisti poslovni izid/povprečna sredstva)	0,081	0,085	0,081
profitna marža (=čisti poslovni izid/prihodki od prodaje)	0,128	0,134	0,129
2. Kazalniki obračanja sredstev			
obračanje sredstev (=prihodki od prodaje/povprečna sredstva)	0,773	0,631	0,630
obračanje terjatev (=prihodki od prodaje/povprečne terjatve)	3,081	2,954	3,303
obračanje zalog (=stroški blaga in materiala /povprečne zaloge)	1,415	1,554	1,492
dnevi vezave čistih obratnih sredstev (=365 dni/obračanje obratnih sredstev)	219,939	211,601	210,012
3. Koeficienti zadolženosti podjetja			
Koef. pokritja obresti (=poslovni izid iz posl. pred obrestmi in davkom/stroški obresti)	13,515	17,734	16,427
Koef. finančnega dolga na kapital (=krat. fin. obv.+dolg. fin. obv./kapital)	0,267	0,254	0,342
4. Koeficienti likvidnosti podjetja			
kratkoročni koef. (=zal.+krat. fin. nal.+dob. pri ban., čeki in got.+krat. terja./krat. obv.)	2,532	2,450	1,831
pospešeni koef. (=krat. fin. nal.+dob. pri ban., čeki in gotovina+krat. terja. /krat. obv.)	1,671	1,577	1,094

Viri: Letna poročila 2001 – 2003.

V Krki so leta 2000 sprejeli strategijo uravnotežene prodaje v petih regijah – v Sloveniji, jugovzhodni Evropi, vzhodni Evropi, srednji Evropi ter zahodni Evropi s čezmorskimi tržišči. To zagotavlja večjo stabilnost poslovanja. V letu 2003 je družba dosegla rast v vseh regijah, največjo pa v zahodni Evropi s čezmorskimi tržišči (37%) ter v Sloveniji (15%). Krka ima zelo natančno opredeljene strateške usmeritve, tako da jo širitev Evropske unije pri poslovanju ne ovira. Nasprotno, zaradi preteklega aktivnega delovanja na teh trgih je bila organizacijsko, marketinško, razvojno, proizvodno in kadrovsko pripravljena na vstop v EU. V letu 2003 je Krka registrirala osem novih izdelkov na trgih Evropske unije, pri tem pa ima pomembno vlogo Krkino odvisno podjetje v Dublinu.

Slika 3: Prodaja družbe Krka, d. d., po regijah v letu 2003 (v %)



Vir: Letno poročilo 2003.

V letu 2003 je Krka relativno veliko (22,5 odstotkov od čistih prihodkov od prodaje) vlagala v investicije oziroma naložbe, to je v razvoj in zagotovitev pogojev za dobre obete v prihodnje.

Po Zakonu o lastninskem preoblikovanju podjetij so lahko podjetja, ki so se lastninila po tem zakonu, začela izplačevati dividende šele, ko so od Agencije za privatizacijo prejele odločbe, da je lastninsko preoblikovanje končano. Prve dividende so v Krki izplačali že leta 1997 in so se nanašale za obdobje 1993–1995. Druga skupščina delničarjev, na kateri so določili višino dividend za leto 1996, je bila prav tako leta 1997. Vključevanje teh dividend v analizo bi lahko imelo za posledico napačne zaključke analize, zato jih nisem upoštevala. V analizi so upoštevane dividende, izplačane med leti 1998 in 2004, nanašajo pa se na poslovanje Krke v obdobju od 1997 do 2003.

Delnica Krke je od leta 1997 uvrščena na Ljubljansko borzo vrednostnih papirjev in kotira z oznako KRKG. Z delnico Krke se lahko prosto trguje preko borzoposredniških hiš in bank, ki so članice Ljubljanske borze vrednostnih papirjev. Trgovanje z delnico Krke je skozi celotno obdobje 1997–2003 zelo živahno in za vlagatelje uspešno, saj tečaj Krkine delnice iz leta v leto narašča in dosega rekordne vrednosti. Naraščajo tudi enotni tečaj, knjigovodska vrednost delnice, tržna kapitalizacija in bruto dividenda. Število delničarjev pa se od leta 1997 do leta 2002 zmanjševalo. To vodi v koncentracijo lastništva v Krki, kar je značilno za celotni slovenski kapitalski trg. Vsi ti kazalci so posledica dobrega poslovanja podjetja Krke.

Tabela 2: Podatki o delnici Krke, d.d., za obdobje od 31. 12. 1997 do 31. 12. 2003

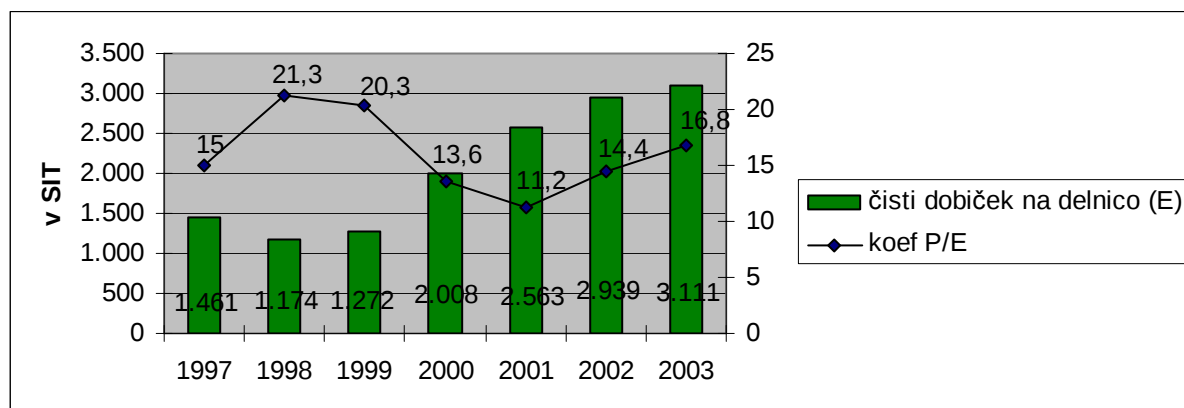
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Enotni tečaj (P) (SIT)	21.941	25.009	25.784	27.392	28.711	42.458	52.188
Najvišji tečaj v letu (SIT)	27.139	35.570	31.530	28.050	30.006	47.156	52.807
Najnižji tečaj v letu (SIT)	14.882	21.396	25.009	22.169	24.644	28.462	38.790
Knjigovodska vrednost (SIT)	13.410	15.093	16.993	19.943	23.148	25.137	27.241
Tržna kapitalizacija v (mio SIT)	77.700	88.600	91.343	97.039	101.712	150.414	184.900
Število delnic	3.542.612	3.542.612	3.542.612	3.542.612	3.542.612	3.542.612	3.542.612
Število delničarjev	74.192	64.756	58.445	54.684	50.956	51.510	52.370

Viri: Letna poročila 1997 – 2003.

Čisti dobiček na delnico je razmerje med čistim poslovnim izidom posameznega leta in številom delnic v istem letu. V letu 1998 se je ta kazalnik v Krki zmanjšal zaradi manjšega ustvarjenega dobička v letu 1998 v primerjavi s predhodnim letom. V obdobju 1999–2003 pa je podjetje zaradi rasti dobička in konstantnega števila delnic ustvarilo vedno večji čisti dobiček na delnico v posameznem letu. Koeficient P/E je razmerje med enotnim tečajem delnice ob koncu obračunskega obdobja in čistim poslovnim izidom na navadno delnico, ki ga je podjetje ustvarilo v preteklem obračunskem obdobju. Koeficient je v letu 1998 narasel, potem je do leta 2001 padel približno za 10 točk, od 2001 do 2003 pa koeficient zopet narašča. Koeficient P/E pove, koliko tolarjev so investitorji oziroma delničarji v danem trenutku pripravljeni plačati za en tolar čistega dobička, ki ga je podjetje ustvarilo na eno delnico v preteklem obračunskem obdobju. Ta, sicer pogosto uporabljen kazalnik, ima precej pomanjkljivosti. Bistvena pomanjkljivost je, da je vrednost delnice odvisna od prihodnje

uspešnosti poslovanja podjetja, ne pa od pretekle uspešnosti, ki ga med drugim izkazuje čisti dobiček, ki ga je podjetje ustvarilo v preteklosti.

Slika 4: Gibanje čistega dobička na delnico in koeficienta P/E Krke v obdobju 1997–2003

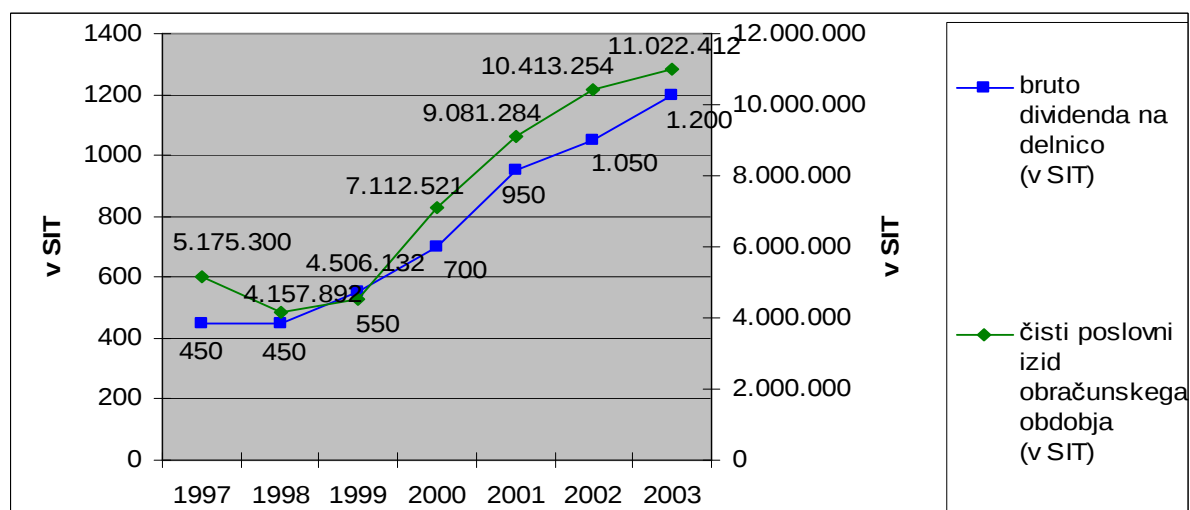


Vir: Lasten izračun.

6.2 POLITIKA DIVIDEND PODJETJA KRKA, D. D., NOVO MESTO

Podjetje Krka vodi stabilno politiko dividend, kar je zelo zaželeno s strani delničarjev. Bruto dividenda Krke na delnico se je povečevala v paralelnem razmerju z doseženim poslovnim izidom v obdobju od 1997 do 2003. Družba Krka zasleduje cilj zmerne povečevanja višine dividend od leta 1997 do leta 2003 v skladu z doseženim dobičkom.

Slika 5: Gibanje bruto dividende na delnico in čistega poslovnega izida Krke od let 1997 do 2003

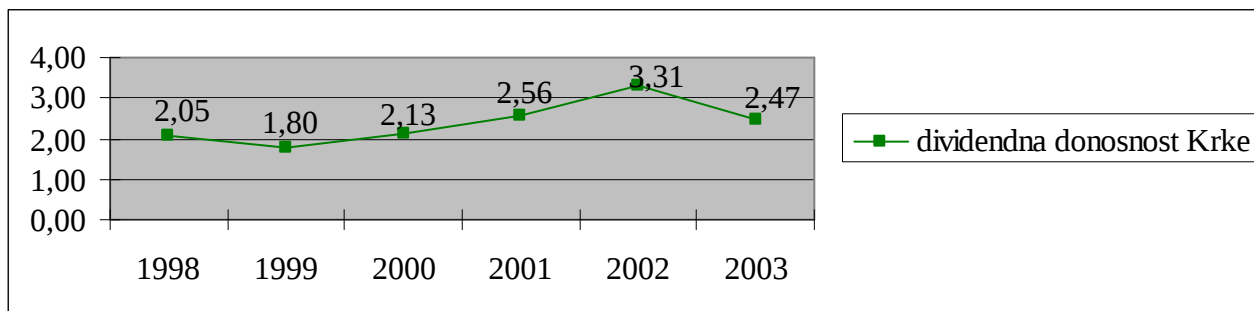


Viri: Letna poročila 1997 – 2003.

Dividendna donosnost delnice je razmerje med izplačano dividendo v določenem obdobju in uradnim enotnim tečajem delnice v začetku tega obdobja, in kaže, kakšno donosnost je investitor ustvaril na osnovi prejetih dividend v obdobju. Za slovenska podjetja, ki kotirajo na

borzi, je dividendna donosnost konec leta 2003 znašala 1,77. Torej, ima Krka za slovenske razmere nadpovprečno dividendno donosnost v letu 2003.

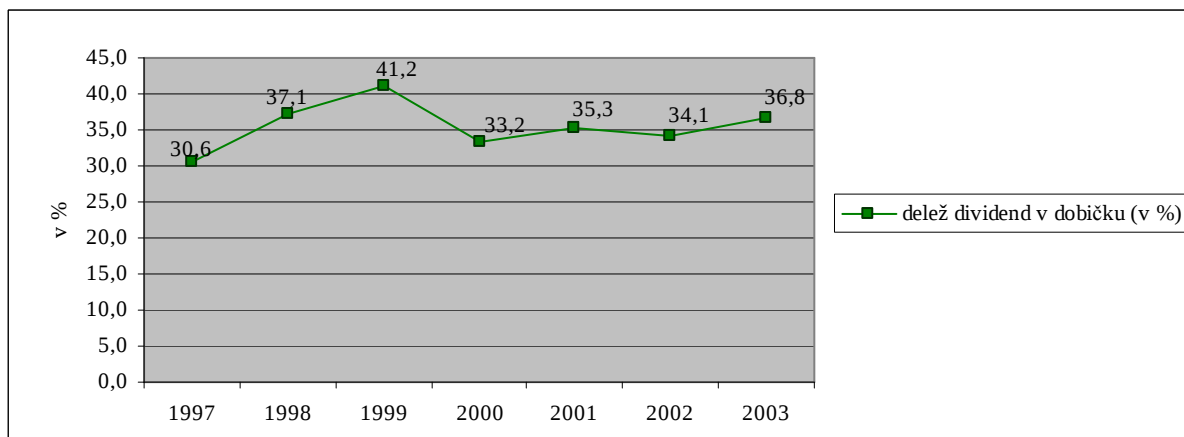
Slika 6: Dividendna donosnost družbe Krka od 1997 do 2003



Vir: Ljubljanska borza 1998 – 2003.

Na spodnji sliki je razvidno, da so delničarji Krke prejeli približno tretjino ustvarjenega čistega poslovnega izida za dividende v posameznem poslovnem letu od leta 1997 do 2003. Krka izplačuje dividende v denarni obliki. Družba dividende izplačuje enkrat letno v roku 60 dni od zasedanja redne letne skupščine delničarjev, na kateri delničarji odločajo o predlagani višini dividend za preteklo leto.

Slika 7: Delež izplačanih dividend v čistem poslovnem izidu posameznega obračunskega obdobja od 1997 do 2003 v Krki, d. d. (v %)



Vir: Lasten izračun.

V Krki torej sledijo stabilni politiki dividend. Po različnih teorijah politika dividend izraža vrednost podjetja, ki se posredno odraža tudi v ceni delnice. Posledica tega je, da podjetja stremijo k stabilni politiki dividend. Zato morajo podjetja jemati politiko dividend kot enega izmed strateških ciljev poslovanja (Baker, Powell, Veit, 2002, str. 277). Menim, da se v Krki tega zavedajo in zaradi lažjega doseganja omenjenega, izdelujejo 5-letne plane, v katerih je eden izmed strateških ciljev stabilna politika dividend.

6.3 DEJAVNIKI POLITIKE DIVIDEND

V prvem delu svoje diplomske naloge sem opisala teoretične in praktične modele politike dividend. Zlasti praktični modeli napovedujejo velikost dividende v absolutnem znesku kot funkcijo preteklih dividend, ciljnega deleža dividend v dobičku ter stopnje prilagoditve z namenom zglašjevanja dividend. Največja pomanjkljivost teh modelov je, da ne povedo dovolj natančno, kateri dejavniki odločajo o velikosti dividend.

Cilj diplomske naloge je na podlagi primera Krke poiskati dejavnike, ki vplivajo na delitev bilančnega dobička v obravnavanem farmacevtskem podjetju, katerega vrednostni papirji kotirajo na Ljubljanski borzi, oziroma tiste dejavnike, ki vplivajo na politiko dividend v tem podjetju.

V nadaljevanju diplomske naloge sem se osredotočila na sledeče dejavnike, za katere so predhodne študije ugotovile, da bi utegnile vplivati na politiko dividend v podjetju Krka, d. d.:

- naložbena politika podjetja,
- lastniška struktura,
- dobičkonosnost sredstev,
- denarni tok iz poslovanja in
- izplačane nagrade uprave in nadzornega sveta iz dobička.

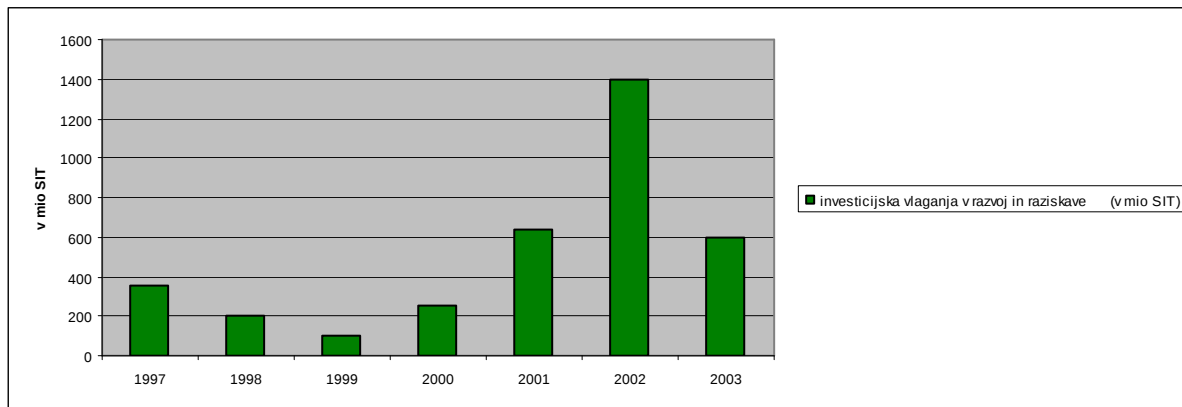
6.3.1 NALOŽBENA POLITIKA PODJETJA KRKA, D. D., NOVO MESTO

Na poti k odličnosti poslovanja Krka udejanja svoje zastavljene cilje, kot so stalna rast prodaje, razvijanje novih generičnih proizvodov, rast pridobljenih in obnovljenih registracij, intenzivne naložbe v posodobitev in širitev dejavnosti in novi razvojno–raziskovalni dosežki. Vse to bi lahko poimenovali naložbena politika, saj vse vpliva na to, koliko in kam bodo v Krki vlagali oziroma investirali v prihodnje. Različni tuji in slovenski analitiki trdijo, da je naložbena politika podjetja ključni dejavnik vrednosti delnice podjetja in njene politike dividend. V nadaljevanju tega poglavja bom, kar se da nazorno, opisala naložbeno politiko podjetja Krka oziroma vse možne indikatorje, ki jo potrjujejo.

S kontinuiranim vlaganjem v raziskave in razvoj v obdobju od 1997 do 2003 v izgradnjo razvojne infrastrukture in opremo se v Krki prilagajajo vedno ostrejšim pogojem na področju razvoja novih farmacevtskih generičnih izdelkov. V letu 2002 so v Krki skokovito povečali vlaganja v raziskave in razvoj zaradi odprtja novega razvojno–kontrolnega centra (RKCII) v Novem mestu, ki je opremljen z najsodobnejšo opremo in je namenjen predvsem razvoju in analitskemu vrednotenju novih farmacevtskih oblik. Učinkovito razvojno delo je možno le, če s poglobljenimi raziskavami preverjajo in potrjujejo razvojne rezultate. Tega se v Krki zavedajo, zato raziskovalno delo pri njih ostaja temeljna usmeritev. Le tako lahko sledijo

najnovejšim dognanjem znanosti in na vseh področjih razvoja zdravil stopajo v korak s časom.

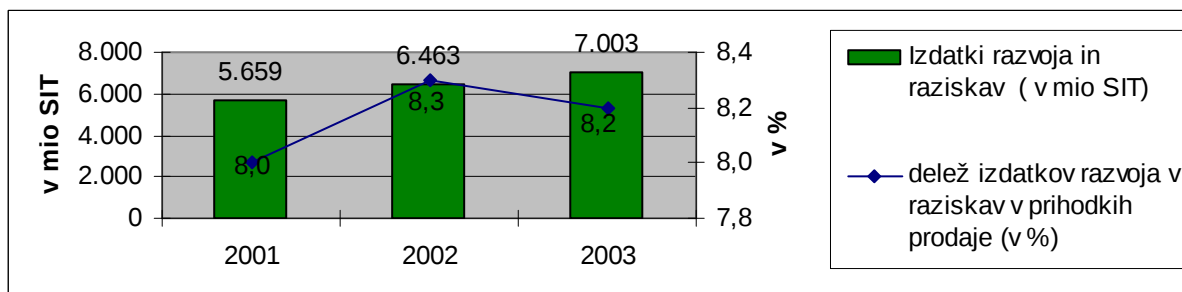
Slika 8: Investicijska vlaganja v razvoj in raziskave v Krki, d. d., v letih 1997–2003 (v mio SIT)



Viri: Letna poročila 1997 – 2003.

Krka od leta 2001 naprej prikazuje v letnih poročilih tudi izdatke razvoja in raziskav. Koliko je Krka od leta 2001 do 2003 namenila tekočim izdatkom za razvoj in raziskave, je razvidno iz spodnje slike.

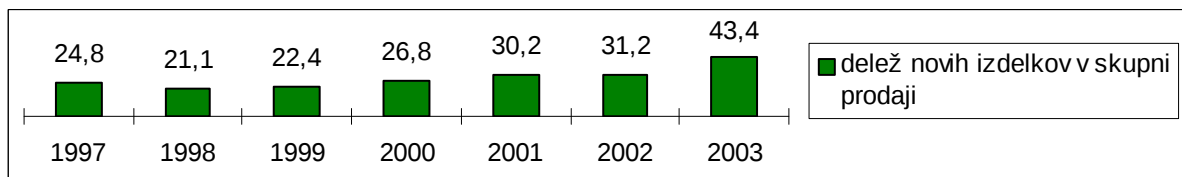
Slika 9: Izdatki razvoja in raziskav (v mio SIT) in njihov delež v prihodkih od prodaje (v %) za Krko od 2001 do 2003



Viri: Letna poročila 2001 – 2003.

Delež novih izdelkov v skupni prodaji Krke iz leta v leto narašča, kar prikazuje spodnja slika. Tako si v Krki zagotavljajo prihodnost s stalnim uvajanjem novih sodobnih izdelkov, katerih delež narašča v skladu z načrti, kot trdijo v Krki. To pa je v glavnem rezultat velikega vlaganja v razvoj in raziskave novih izdelkov ter v usposabljanje kadrov.

Slika 10: Delež novih izdelkov v skupni prodaji družbe Krka od 1997 do 2003 (v %)



Viri: Letna poročila 1997 – 2003.

Krkina prednost je tudi v tem, da so se sposobni hitro prilagoditi različnim tržnim zahtevam, različnim kontrolam kakovosti in standardom, ki vladajo na posameznih tržiščih, oziroma so strokovno pripravljeni za nastopanje v več različnih mednarodnih regulatornih okoljih. Vse to dosegajo tudi z odpiranjem lokalnih proizvodenj v tujini, s katerimi lahko hitreje dosežejo registracije novih zdravil. Od leta 2001 z novo pridobljenimi in podaljšanimi registracijami v Krki potrjujejo mesto mednarodnega generičnega podjetja z asortimanom, ki pokriva vodilne terapevtske skupine, in le-ta je prilagojen posameznim trgom in njihovim zahtevam. Pridobljene registracije so vsakokrat potrditev kakovosti izdelkov, visoke ravni registracijske dokumentacije in uspešnega procesa pridobivanja registracij po različnih postopkih in različnih okoljih.

Najmanj novih registracij v obdobju od leta 1997 do 2003 v Krki vseskozi pridobivajo v Sloveniji. Od leta 1997 do 2002 so v Krki največ registracij pridobili v vzhodni Evropi. Leto 1998 pa predstavlja pomemben mejnik v Krkinem prodiranju na zahodni trg, kar so prispevale bogate izkušnje pridobivanja registracij po postopku medsebojnega priznavanja registracij (MRP-Mutual Recognition Procedure). Ključni dogodek v letu 1998 je bil, da je Krka uspešno opravila inšpekcijo ameriške Uprave za hrano in zdravila (FDA), kar je pogoj za vstop na ameriško tržišče. Od leta 1998 se število registracij na zahodnem trgu veča. Pomembno vlogo pri razvoju registracijskih projektih v Evropski Uniji ima podjetje Krka Pharma Dublin, ki je pridobilo večino registracij na tem trgu.

Tabela 3: Število novih in obnovljenih registracij v Krki, d.d., od 1997 do 2003

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
nove registracije izdelkov	150	202	100	133	142	268	291
nove registracije v različnih oblikah	271	343	168	187	213	498	630
obnova registracij izdelkov	69	163	111	254	246	292	229
obnovljene registracije v različnih oblikah	125	180	279	472	425	433	433

Viri: Letna poročila 1997 – 2003.

Kot sem že omenila, nove registracije in obnovljene registracije so rezultat aktivnosti tudi regionalnih podjetij, ki jih ima podjetje Krka po celem svetu. Zaradi boljšega poznavanja zahtev in različnih postopkov oziroma dokumentacij se tako postopki pridobitve registracij lahko skrajšajo.

Vsa ta leta v Krki ne le da z novimi tovarnami ter širitvami in posodobitvami drugih proizvodnih in razvojnih zmogljivosti ohranjajo položaj, ampak tudi razširjajo manevrski prostor za proizvodnjo in plasiranje novih izdelkov. Tako se Krka prilagaja nenehnim in hitrim spremembam doma in v tujini. Krka deluje v 70 državah po celem svetu; ima 27 predstavništev in 12 podjetij v tujini.

Pomembne naložbe podjetja Krka od leta 1997 do 2003:

- **NOTOL, Novo mesto, Slovenija**

Z gradnjo nove tovarne za proizvodnjo trdnih oblik zdravil NOTOL (novi obrat trdnih oblik Ločna) so začeli leta 1998, končali pa leta 2002 (slovesna otvoritev aprila 2002). To je Krkina največja in najpomembnejša naložba v zgodovini podjetja. Z novo tovarno, ki je zgrajena po najsodobnejših načelih farmacevtske stroke v Evropi, so v Krki uvedli koncept gravitacijskega pretoka materialov, standardnih kontejnerjev in avtomatizacijo internega transporta. V Notolu letno proizvedejo 2,5 milijarde tablet, obloženih tablet in kapsul, s čimer so se bistveno povečale proizvodne zmogljivosti podjetja. Vrednost te naložbe je znašala kar 16,2 milijarde tolarjev.

- **Krka Polska Sp., z. o. o., Varšava, Poljska**

Leta 1997 se je začela gradnja proizvodno-distribucijskega centra v Varšavi na Poljskem. Distribucijski center je začel obratovati že poleti 1999, istočasno pa je začela poslovati tudi veletrgovina. Oktobra 2001 je Krka uradno odprla tovarno in vrednost te naložbe je znašala 5,1 milijarde tolarjev. Proizvodni objekt je zasnovan tako, da omogoča stopenjsko povečevanje proizvodnih procesov in proizvodnih zmogljivosti ter dograditev morebitnih dodatnih zmogljivosti glede na potrebe trga. Z izdelki, proizvedenimi v tej tovarni, oskrbujejo poleg matične tudi druge srednjeevropske države. V njej se proizvajajo izdelki, ki jih zaradi patentnih razlogov ni mogoče izdelovati v Sloveniji.

- **Obrat betalaktamskih antibiotikov, Šentjernej, Slovenija**

Konec leta 1998 se je začela tudi gradnja za proizvodni obrat betalaktamskih antibiotikov v Šentjerneju, ki so ga odprli oktobra 2003. Tovarna povečuje fleksibilnost proizvodnega procesa in zagotavlja, do bodo lahko še bolj prisluhnili potrebam posameznih tržišč ter s svojimi izdelki še hitreje oskrbovali manjša tržišča in kupce s specifičnimi naročili. Vrednost investiranih sredstev je znašala 2,8 milijarde tolarjev.

- **Razvojno-kontrolni center – RKC II, Novo mesto, Slovenija**

Objekt so začeli dograjevati in prenavljati leta 2000, otvoritev pa je bila že v naslednjem letu. RKC II je opremljen z najsodobnejšo opremo in je namenjen predvsem razvoju in analitskemu vrednotenju novih farmacevtskih oblik. Center omogoča uvajanje in izvajanje razvojno-raziskovalnih projektov v skladu z evropskimi smernicami. Vrednost naložbe je znašala 1,5 milijarde tolarjev.

- **Krka-Rus, Pomoskovje, Ruska federacija**

V Moskvi, natančneje v Podmoskovju, v Ruski federaciji se je začela gradnja proizvodno-distribucijskega centra leta 1999. Regionalno podjetje so slavnostno odprli septembra 2003. Z lastno lokalno proizvodnjo bo Krka ponudila ruskemu trgu ter vsem ostalim bližnjim trgom kakovostne, učinkovite in varne izdelke pod Krkino blagovno znamko. V letu 2003 je bilo v tovarno investiranih 3,2 milijarde tolarjev.

- **Krka Pharma, d. o. o., Zagreb, Hrvaška**

Na Hrvaškem v bližini Zagreba se je leta 1999 pričela gradnja poslovno–distribucijskega centra. Skladiščni del tega centra obratuje že od leta 2002, v letu 2004 pa se je dokončala gradnja te tovarne.

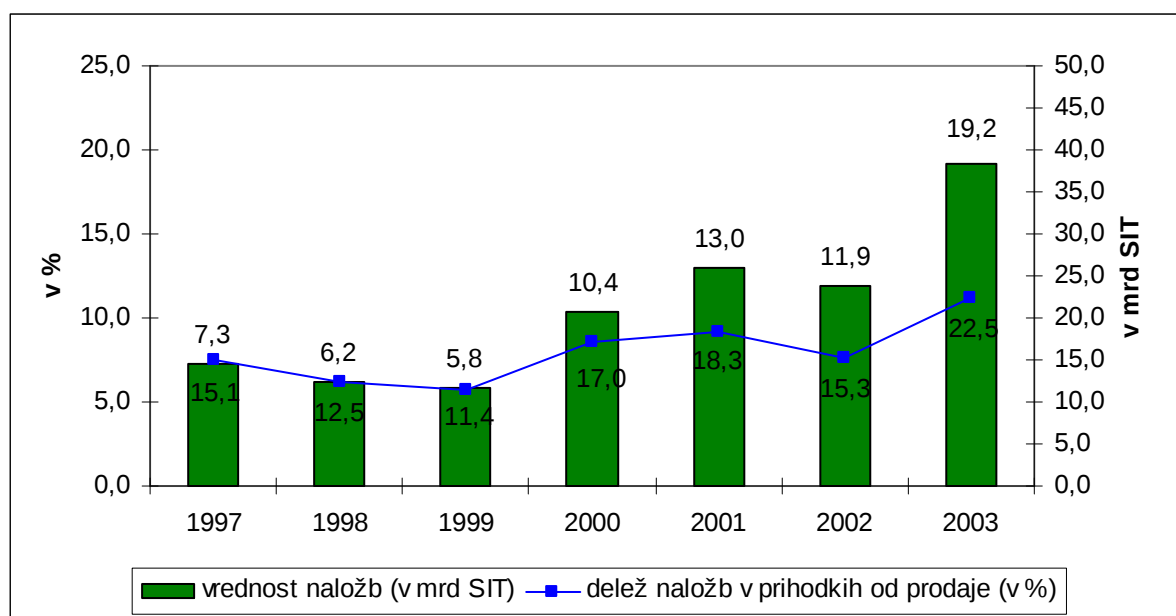
- **Krka Zdravilišča, d. o. o., Dolenjske Toplice, Slovenija**

Investicije v odvisni družbi Krka Zdravilišča so v letu 2003 znašale 2,6 milijarde tolarjev, od tega je večji del vezan na izgradnjo največjega wellness centra v Sloveniji – Balnea, ki je bila zaključena sredi leta 2003.

Na ključnih tržiščih je Krka zgradila lastne tovarne. Ta poteza ni naključna, temveč je plod premišljenih strateških odločitev. Krka izdelke iz ruske tovarne – Krka Rus prodaja ne le na ruskemu trgu, temveč tudi na vseh ostalih bližnjih trgih. S hrvaško tovarno oskrbuje tržišča na Balkanu, s poljsko pa pokriva območje srednje Evrope. Te naložbe že dobivajo pravo vrednost, saj Krka že pobira sadove, ki se kažejo v rasti izvoznih dejavnosti.

Kot je razvidno iz spodnje slike, je vrednost naložb v Krki v letih od 1997 do 1999 padla. V naslednjih dveh letih pa so se drastično povečale vrednosti naložb zaradi intenzivne gradnje proizvodno–distribucijskih centrov na Poljskem, na Hrvaškem in v Ruski federaciji ter predvsem notranjega opremljanja sodobne tovarne za proizvodnjo trdnih farmacevtskih oblik – Notol. V letu 2002 pa so vrednosti naložb upadle zaradi kriznih razmer v nekaterih delih sveta in valutnih nihanj, zlasti ameriškega dolarja. To leto je zaznamovano tudi po prodaji Leka švicarskemu Novartis. V letu 2003 so se razmere na farmacevtskem trgu umirile, kar je vplivalo tudi naložbeno politiko v Krki. Vrednost naložb se je drastično povečala, predvsem zaradi zaključka obrata v Šentjerneju in tovarne v Rusiji.

Slika 11: Naložbe v letih 1997–2003 družbe Krka, d.d., Novo mesto



Viri: Letna poročila 1997 – 2003.

Krka približno 80 odstotkov svojih naložb od leta 2000 naprej nameni v opredmetena osnovna sredstva, ki povečujejo predvsem proizvodnje zmogljivosti, preostali del naložb pa predstavljajo dolgoročne finančne naložbe v tujini.

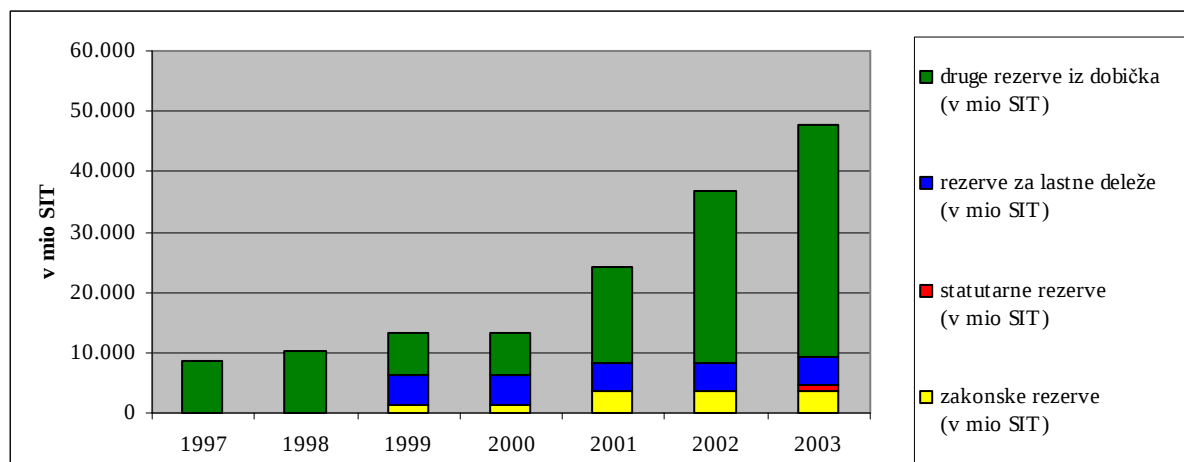
V prihodnje bo Krka še vedno sledila k uresničevanju svojih strateških ciljev. Pomemben korak pa je začetek gradnje obrata za proizvodnjo aktivnih farmacevtskih učinkovin, imenovanega Sinteza 4. Objekt bo predvidoma zgrajen v drugi polovici leta 2006. Cilj te naložbe je zagotoviti lastne kapacitete za proizvodnjo aktivnih farmacevtskih učinkovin najbolj prodajanih zdravil, njena ocenjena vrednost pa znaša 17 milijard dolarjev.

Kot je možno ugotoviti, naložbena politika oziroma sredstva, vložena v naložbe, ne naraščajo iz leta v leto kot izplačane bruto dividende Krke v obdobju 1997–2003. V prihodnje torej ne moremo tako zanesljivo predvidevati investicijske politike kot tudi ne dividendne politike podjetja.

Možni kazalec naložbene politike so lahko druge rezerve iz dobička, ki se ponavadi porabijo za financiranje investicij, vendar podjetja uporabljajo tudi druge vire financiranja.

V Krki so se rezerve iz dobička od leta 1997 do leta 2000 gibale od 8 do 13 milijard dolarjev, v naslednjih letih pa so se strmo povečale, tako da so leta 2003 znašale dobrih 47 milijard dolarjev. Še posebno so se med rezervami iz dobička zelo povečale druge rezerve iz dobička, ki so leta 2003 znašale 38,5 milijarde dolarjev. V letu 2003 so v Krki prvič oblikovali tudi statutarne rezerve. Menim, da so te rezerve oblikovali za primere tveganj oziroma eventuelnih negotovih dogodkov, ki se pojavljajo na farmacevtskem trgu. To nam nakazuje, da v Krki ne podcenjujejo naložb za prihodnost, temveč da dajejo čedalje večji pomen naložbeni politiki za doseganje strateških ciljev. V letih 1997 in 1998 še ni bilo take razčlenitve rezerv kot v kasnejših letih. Zaradi sprememb, ki jih je prinesel novi ZGD-F v zvezi z ugotavljanjem in prikazovanjem rezerv podjetij, primerjanje le-teh med letoma 1999 in 2000 ter kasnejšimi leti ni možno.

Slika 12: Rezerve iz dobička od leta 1997–2003 v podjetju Krka, d. d. (v mio SIT)



Viri: Letna poročila 1997 – 2003.

Iz informacij, ki jih Krka posreduje javnosti, je moč razbrati in zaključiti, da zaključujejo fazo intenzivnih ključnih vlaganj v proizvodne in distribucijske zmogljivosti doma in na tradicionalnih trgih. Počasi stopajo sedaj v novo fazo, ko bodo moč podjetja poleg naložb v lastne zmogljivosti krepili tudi s pomočjo prevzemov, skupnih vlaganj in nastopov na tržišču in tako ustvarili sinergijski učinek na področju raziskav, razvoja, proizvodnje, trženja in prodaje njihovih izdelkov (Bertoncelj, Novković, 2004, str. 2, 3). V Krki skrbijo za izčrpno in sprotno informiranje javnosti v zvezi s pomembnimi investicijskimi vlaganji. S tem signalizirajo na vzpodbudne rezultate v prihodnje, kar menim, da je ključnega pomena za delničarje.

Krka zasleduje strategijo rasti, saj ima absolutno gledano iz leta v leto vedno višja investicijska vlaganja. Podjetje ima za financiranje rasti poleg zadržanega dobička še druge vire financiranja. Delež naložb v zadržanem dobičku (preneseni čisti poslovni izid in rezerve) se iz leta v leto spreminja, v povprečju obdobja 1997 - 2003 je znašal slabih 40 odstotkov. Delež kapitala v strukturi virov sredstev je v obravnavanem obdobju znašal v povprečju 68 odstotkov. Iz tega sledi, da zasledujejo stabilno poslovanje podjetja, ki zagotavlja najmanj stabilno rast dividend. V poglavju empirične ugotovitve o dejavnikih dividendne politike na slovenskem kapitalskem trgu je Zugwitz prišel do ugotovitve, da ni soodvisnosti med dividendno politiko in naložbeno politiko v slovenskih podjetjih, ki kotirajo na borzi. Do enakega zaključka pridemo tudi v primeru podjetja Krka, d. d.

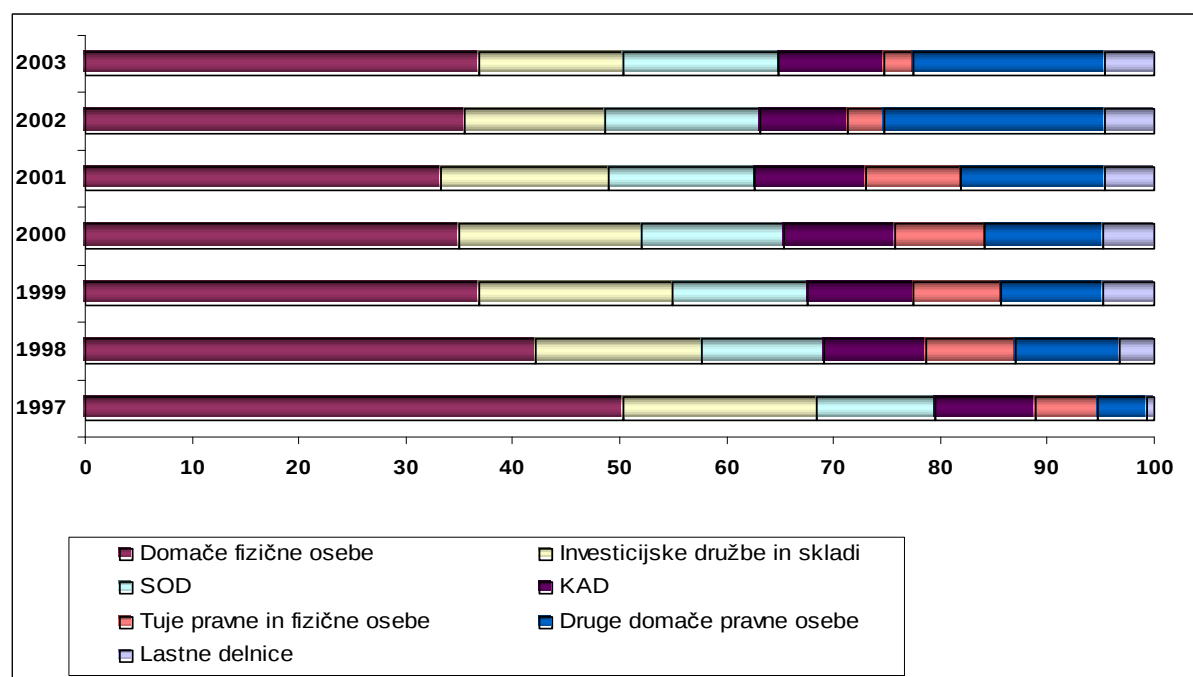
6.3.2 LASTNIŠKA STRUKTURA

Naslednji izmed osrednjih dejavnikov, ki vplivajo na politiko dividend, je lastniška struktura podjetja. Vpliv lastništva državnih in zasebnih družb v podjetjih je mogoče razlagati v smislu teorije stroškov agentov. Ključ te teorije je nadziranje managementa podjetja s strani lastnikov oziroma delničarjev. Na kapitalskih trgih so zunanji mehanizmi nadzorovanja managementa relativno šibki, zato lastniki čedalje bolj težijo k višji notranji kontroli poslovanja podjetja. Stroški agentov so višji v podjetjih z bolj razpršenim lastništvom, s tem se povečajo tudi potrebe po ostalih mehanizmih zniževanja stroškov agentov. V podjetjih z bolj koncentriranim lastništvom pa je ravno obratno. Razdelitev dobička je eden izmed mehanizmov nadzorovanja, saj so izplačila dividend delno tudi dober kontrolni mehanizem. Določena višina izplačanih dividend je optimalna in največkrat prisili managerje k dodatnemu zunanjemu zadolževanju, kar posredno povzroči dodatno zunanjo kontrolo oziroma nadzor.

Iz spodnje slike je razvidno, da imajo v Krki skozi celotno obdobje od leta 1997 do 2003 največji delež lastništva domače fizične osebe. Odstotek domačih fizičnih oseb se je od leta 1997 do leta 2003 zmanjšal za približno 13 odstotnih točk, tako da je delež le-teh konec leta 2003 znašal 36,9 odstotka. Investicijske družbe in skladi imajo relativno velik delež vložen v Krkine delnice, čeprav se je njihov odstotek zmanjšal predvsem v zadnjih dveh letih na 13,5 odstotka. SOD je od leta 1997 svoj delež v Krki povečeval in sedaj le-ta znaša 14,4 odstotka.

SOD bo kmalu prenehal s svojim delovanjem, zato se sedaj postavlja vprašanje, kdo bo prevzel njihov delež v lastniški strukturi Krke. Kapitalska družba ima skozi celotno obdobje v Krki okoli 10-odstotni delež. Tuje pravne in fizične osebe so do leta 2001 delež v Krki povečevale vse do 8,8 odstotka, v naslednjih dveh letih pa se je njihov delež zmanjšal, tako da je konec leta 2003 znašal le še 2,6 odstotka. Glede domačih pravnih oseb pa je od leta 1997 opazen trend naraščanja deleža v lastniški strukturi Krke. Konec leta 2003 je njihov delež znašal 18 odstotkov. Sklad lastnih delnic so oblikovali v Krki leta 1997. Delež lastnih delnic v lastniški strukturi zadnje tri leta znaša 4,6 odstotka delnic.

Slika 13: Lastniška struktura družbe Krka, d. d. od leta 1997–2003



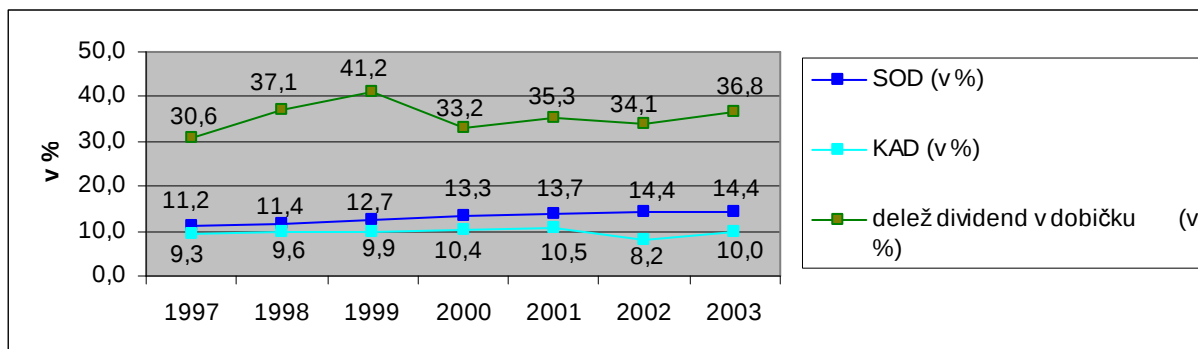
Viri: Letna poročila 1997 – 2003.

V prilogi 2 so prikazane tabele desetih največjih delničarjev podjetja Krke od leta 1997 do 2003. Iz njih je možno razbrati, da se je koncentracija lastništva v letu 2002 od privatizacije družbe prvič ustavila. V letu 1997 je imelo 10 največjih delničarjev 29,47 odstotka, v letu 2001 pa kar 39,7 odstotka. Zadnje dve leti imajo le-ti dobrih 37 odstotkov. Tako se je lastništvo družbe razpršilo v letih 2002 in 2003 predvsem med večje število manjših lastnikov (domačih fizičnih in pravnih oseb), katerih skupni lastniški delež se je v letu povečal. Glavni vzrok za povečano zanimanje domačih pravnih in fizičnih oseb je v odpravi temeljne obrestne mere (TOM) pri kratkoročnih finančnih instrumentih. S prehodom na nominalne obrestne mere se je donosnost varčevanja v obliki kratkoročnih tolarskih bančnih depozitov znižala (Letno poročilo Krke d.d., 2002). Državni investicijski družbi KAD in SOD sta največji lastnici družbe od leta 1997 do 2003. Do leta 2001 se je delež tujih pravnih in fizičnih oseb povečeval, še posebno Lazard Capital Markets (VB), ki je bil na tretjem oziroma četrtem mestu na lestvici desetih največjih delničarjev. Leto 2001 pa je bilo zelo pomembno za tuje investitorje zaradi ukinitve omejitev Banke Slovenije za portfeljeske naložbe tujcev. Odprava omejitev je začela veljati 1. julija 2001, vendar prve mesece ni bistveno vplivala na interes

tujih vlagateljev za naložbe v delnice Krke. Ob polletju leta 2002 pa je skupni delež tujih investitorjev dosegel celo 10 odstotkov, deloma tudi zaradi uspešno izvedenih predstavitvenih srečanj "investor roadshow" Krke za upravljalce investicijskih skladov v finančnih središčih Evrope, katerih namen je povečati interes tujih investitorjev. Po objavi namere o prevzemu Leka avgusta 2002 in naknadnemu znatnemu povečanju tečaja delnice družbe pa so tuji investitorji intenzivno prodajali delnice in unovčili dobičke. Število tujih investitorjev se zmanjšuje, tako da zadnji dve leti sploh ni nobenega tujega investitorja med prvimi desetimi lastniki družbe. Med ostalimi največjimi lastniki družbe Krka so skozi celotno obdobje domače investicijske družbe, banke in zavarovalnice.

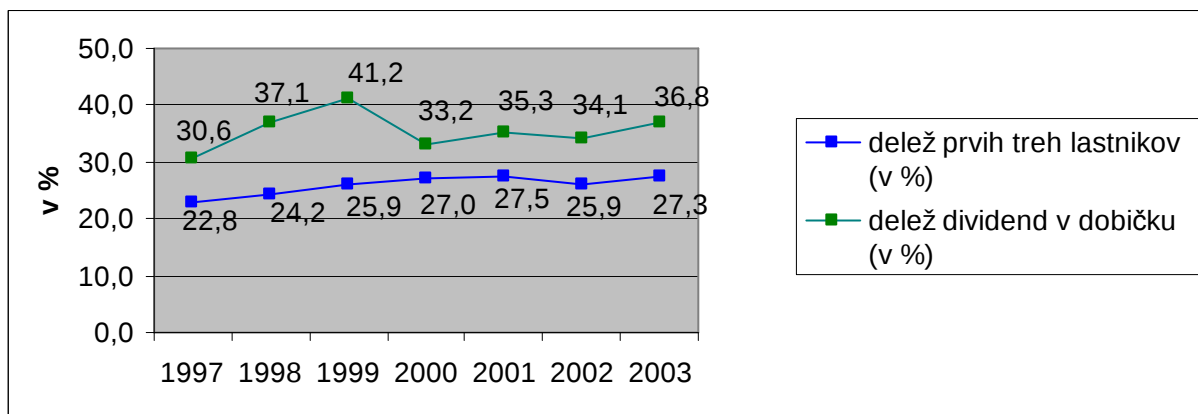
Na osnovi navedenih dejstev torej lahko zaključimo, da so po teoriji stroškov agentov izplačane dividende v Krki mehanizem kontrole poslovanja. Posredno mehanizem stroškov agentov na primeru Krke potrjuje kakovostno in ustrezno politiko poslovanja Krke. Iz spodnjih slik je natančneje razvidno, kakšna je koncentracija lastništva do prvih desetih največjih lastnikov in kakšen delež dividend so v Krki izplačevali v obravnavanem obdobju.

Slika 14: Delež izplačanih dividend v poslovnem izidu in lastniški delež KAD in SOD v Krki, d. d., v obdobju od 1997 do 2003



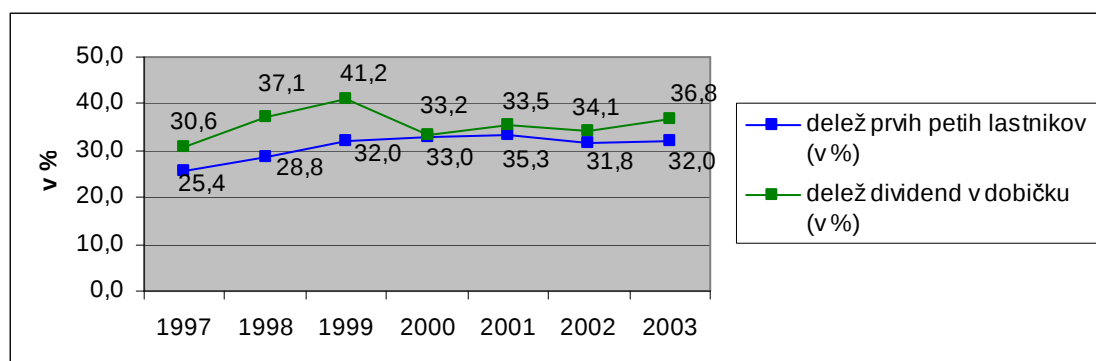
Viri: Letna poročila 1997 – 2003.

Slika 15: Delež izplačanih dividend v poslovnem izidu in lastniški delež prvih treh največjih lastnikov v Krki, d. d. v obdobju od 1997 do 2003



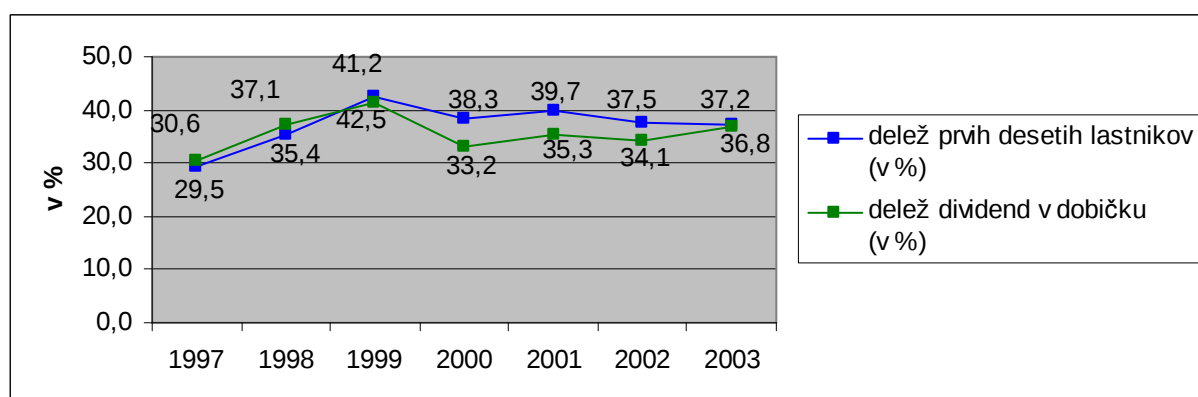
Viri: Letna poročila 1997 – 2003.

Slika 16: Delež izplačanih dividend v poslovnem izidu in lastniški delež prvih petih največjih lastnikov v Krki, d. d., v obdobju od 1997 do 2003



Viri: Letna poročila 1997 – 2003.

Slika 17: Delež izplačanih dividend v poslovnem izidu in lastniški delež prvih desetih največjih lastnikov v Krki, d. d., v obdobju od 1997 do 2003



Viri: Letna poročila 1997 – 2003.

Največja lastnika Krke sta vse skozi SOD in KAD, in sicer SOD s 14,42–odstotnim deležem in KAD s 9,58–odstotnim deležem konec leta 2003. Lastniški delež prvih dveh, treh, petih in desetih največjih lastnikov Krke se je od leta 1997 do leta 2003 povečal. Lastniški delež prvih desetih največjih lastnikov se je leta 1997 iz 29,47 odstotka v letu 2003 povečal na 37,19 odstotka. Nekoliko pa se je povečal tudi delež izplačanih dividend v dobičku, in sicer delež dividend v letu 1997 je znašal 30,6 odstotka, leta 2003 pa 36,8 odstotka. Iz tega lahko sklepamo, da je lastništvo v podjetju Krka razpršeno oziroma manj koncentrirano. Po teoriji agentov, kjer se v podjetju z nižjo koncentracijo lastništva povečuje delež izplačanih dividend, ker se večji lastniki ne poslužujejo drugih mehanizmov direktnejšega nadzora, temveč višine izplačanih dividend kot kontrolo kakovostnega poslovanja podjetja.

Učinek lastniške strukture na izplačila dividend in kapitalske dobičke urejata v Sloveniji Zakon o davku od dohodka pravnih oseb in Zakon o dohodnini. Fizična oseba, ki je rezident v Sloveniji, plača davek na kapitalske dobičke le v primeru odsvojitve kapitala pred tremi leti. Novi zakon pa je uvedel pojem pretežni lastniški delež, katerega prodaja je obdavčena ne glede na to, kdaj ga prodamo, vendar če se odsvojitve pretežnega lastniškega deleža izvrši po preteku treh let posedovanja takšnega deleža, gre ob odsvojitvi v davčno osnovo le 40

odstotkov kapitalskega dobička. Kot pretežni lastniški delež zakon opredeljuje vsak delež, ki vrednostno pomeni 60 milijonov tolarjev ali več. Če ima nekdo v Krki za 60 milijonov delnic, to pomeni 0,423 odstotka vseh Krkinih delnic, zato je težko govoriti o pretežnem lastniškem deležu. Dividende s plačano akontacijo gredo v davčno osnovo pri dohodnini, ki se po novem zakonu zmanjša za 35 odstotkov. Potem pa se plača davek v odvisnosti od davčnega razreda posameznega davčnega zavezanca.

Dividende in kapitalski dobički pravnih oseb so obdavčeni maksimalno po 25-odstotni davčni stopnji. Prejete dividende pravnih oseb so izvzete iz davčne osnove v posebnih primerih (natančno opisano v poglavju 3.2). Pri izračunu davka od dohodka pravnih oseb je težko napovedati, kakšna je dejanska davčna stopnja pravne osebe po vseh olajšavah in ostalih davčnih zadevah. Menim, da davčna zakonodaja v Sloveniji niti ne vzpodbuja niti ne omejuje izplačevanje oziroma prejemanje dividend in kapitalске dobičke tako s strani fizičnih kot pravnih oseb.

Lastniki Krke, d. d., ne gledajo na izplačila dividend in kapitalске dobičke z davčnega vidika, temveč so osredotočeni predvsem na rast vrednosti delnice. V Sloveniji se gleda na vrednostne papirje še vedno bolj ali manj kot na dolgoročno varčevanje. Zato lastniki Krke čakajo s svojo naložbo v podjetje Krka, vse dokler ne bo prišlo v Krki do kakršnih koli sprememb, medtem pa prejemajo zadovoljivo visoke dividende.

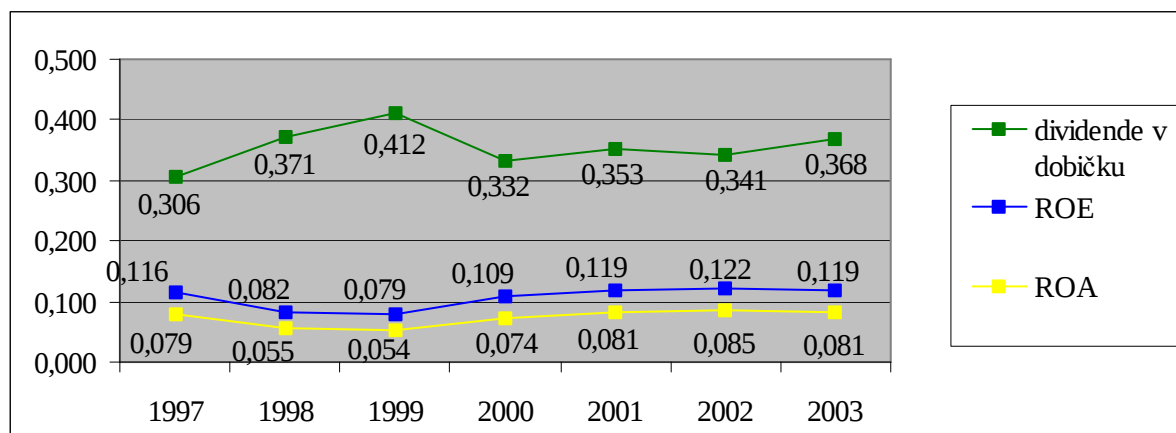
6.3.3 DOBIČKONOSNOST

Dobičkonosnost je po vseh modelih dolgoročno pozitivno povezana z izplačevanjem dividend. Dobičkonosnost kapitala (ROE) je razmerje med čistim dobičkom in povprečnim kapitalom. ROE je kazalnik poslovne uspešnosti podjetja in je s stališča lastnikov najpomembnejši kazalnik, saj pojasnjuje, kako učinkovito je poslovanje podjetja pri upravljanju z njihovim premoženjem. Tudi za poslovanje podjetja je ROE pomemben kazalnik, saj z njim izmeri ali dovolj ustrezno zasleduje oziroma uresničuje cilje lastnikov kapitala. Posredno kazalnik dobičkonosnosti kapitala določa oziroma vpliva na vrednost podjetja.

Spodnja slika prikazuje gibanje dobičkonosnosti kapitala, dobičkonosnosti sredstev in izplačila dividend v poslovnem izidu podjetja Krke v obdobju od 1997 do 2003. ROA in ROE Krke se gibljeta skladno v obdobju, in sicer sta do leta 1999 padala, nato do leta 2002 naraščala, v zadnjem letu pa sta ponovno padla. Ker so izplačila dividend odvisna tudi od realiziranega dobička, se pričakuje, da se bodo izplačila dividend gibala vsaj nekoliko skladno z dobičkonosnostjo, vendar v Krki temu ni tako. Od leta 1997 do 1999, ko je dobičkonosnost padala, so v Krki povečevali delež izplačanih dividend v poslovnem izidu. V obdobju 1999–2003 pa je delež dividend v poslovnem izidu v posameznem letu nihal, v letu 2003 pa

se je le-ta v Krki ponovno povečal. Kljub temu, da kazalniki dobičkonosnosti niso bili najugodnejši, je Krka vztrajala v obravnavanem obdobju pri stalnih izplačilih dividend.

Slika 18: ROA, ROE in delež dividend v poslovnem izidu Krke, d. d., za obdobje 1997–2003



Viri: Letna poročila 1997 – 2003.

Krka je glede na slovenske razmere večje, donosnejše in finančno stabilnejše slovensko podjetje. V slovenskem ekonomskem prostoru je Krka razvrščena med zrela slovenska podjetja. Krka je v preteklosti veliko vlagala v rast in razvoj podjetja, zato je pričakovati, da ji bo ob maksimalnem izkoriščanju znanja in kapitala uspelo uresničevati 10–odstotno letno rast prodaje. V Krki izplačujejo približno tretjino ustvarjenega dobička in ker strmiyo k stabilnosti poslovanja, bodo ob večjem načrtovanem dobičku rasle tudi izplačane dividende.

Kot je opisano v 5. poglavju diplomske naloge, je Zugwitz empirično dokazal, da slovenska podjetja pri izbiri politike dividend precejšnjo pozornost posvečajo uravnavanju višine dividend med leti, kar je značilno tudi za Krko. Torej ima v Krki na višino dividend v tekočem letu največji vpliv višina predhodne dividende, za tem pa šele tekoči poslovni izid, višina likvidnejših sredstev in kratkoročne obveznosti.

6.3.4 DENARNI TOK IZ POSLOVANJA

Višina denarnega toka iz poslovanja je pri določanju politike dividend v nekaterih primerih celo bolj pomembna kot višina dobička, saj prikazuje dejansko sposobnost podjetja za izplačilo dividend. Višino dobička je namreč mogoče prirediti, kar veliko podjetij v želji po stanovitnosti tudi izvaja. To jim omogoča uporaba različnih računovodskih metod vrednotenja posameznih postavk računovodskih izkazov, kot na primer različno obračunavanje stroškov amortizacije, oblikovanje dolgoročnih rezervacij, odpisi terjatev iz poslovanja in naložb ter načini vrednotenja zalog. Pri prikazovanju denarnih tokov iz poslovanja je prirejanje veliko težje.

Pri presojanju plačilne sposobnosti se vse bolj uporablja kategorija denarnega toka iz poslovanja ali finančni izid iz poslovanja. Po SRS 26 se imenuje prebitek pritokov (odtokov) pri poslovanju, ki je opredeljen kot razlika med pritoki in odtoki pri poslovanju. S kategorijo denarnega toka iz poslovanja je predstavljena finančna moč družbe, saj le-ta kaže notranjo moč samofinanciranja in višino denarnih sredstev, s katerimi družba prosto razpolaga v nekem obdobju. Kategorija izkazuje tudi naložbeno sposobnost podjetja iz notranjih virov, sposobnost družbe za odplačilo dolgov in sposobnost družbe za zagotavljanje plačilne sposobnosti. Torej, da podjetje lahko izplača dividende, mora dolgoročno ustvarjati prebitek pritokov (odtokov) pri poslovanju. Največja slabost tega dejavnika pri analiziranju vpliva na politiko dividend pa je ta, da je zelo nestabilen v primerjavi s kazalniki dobičkonosnosti.

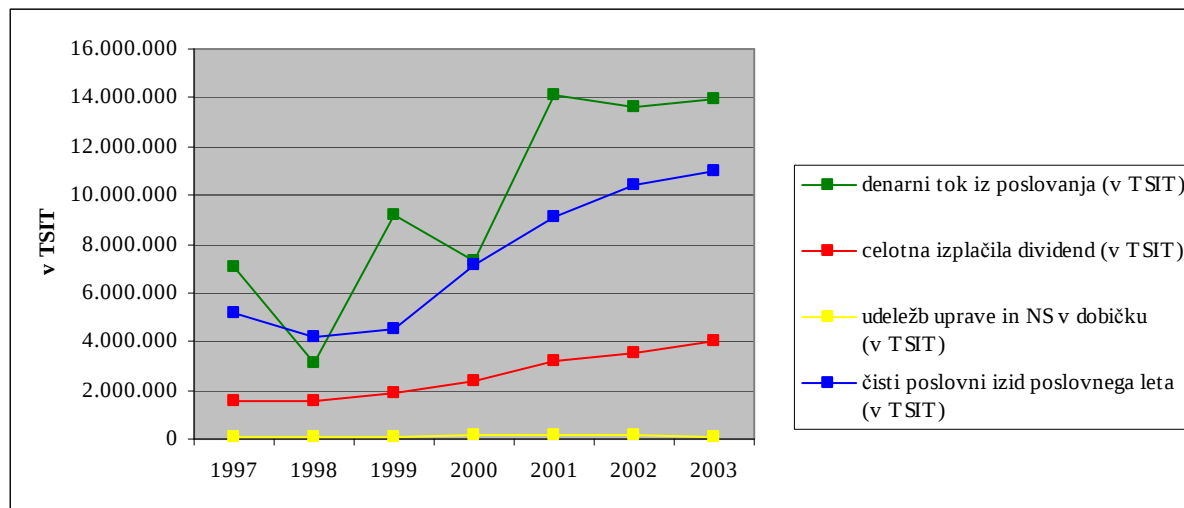
Tabela 4: Pribitek pritokov pri poslovanju družbe Krka za obdobje 1997–2003 (v TSIT)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Denarni tok iz poslovanja(v TSIT)	7.060.352	3.123.162	9.206.507	7.327.401	14.126.047	13.607.527	13.927.903

Viri: Letna poročila 1997 – 2003.

Iz spodnje slike je razvidno, da je denarni tok najbolj spremenljiv, kar je tudi pričakovano. Denarni tok iz poslovanja je veliko večji od celotnih izplačil dividend in nagrad iz dobička.

Slika 19: Gibanja denarnega toka iz poslovanja, celotnih izplačil dividend in nagrad iz dobička in čistega poslovnega izida od 1997 do 2003 v podjetju Krka, d. d.



Viri: Letna poročila 1997 – 2003.

Slovenski raziskavi (Zugwitz, 2004, Slapničar, 2004) potrjujeta odvisnost med politiko dividend in denarnim tokom iz poslovanja. Izhajajoč iz zgoraj navedenih ugotovitev in podatkov o pribitkih pritokov pri poslovanju družbe Krka sklepam, da ima dejavnik veliko moč pri določanju višine dividend tudi v Krki, vendar pa so dividende veliko bolj ustaljene kot prosta denarna sredstva.

6.3.5 NAGRADE UPRAVI IN NADZORNEMU SVETU V DOBIČKU

Nagrade upravi je mogoče razlagati v smislu zmanjševanja stroškov agentov. Ta teorija politike dividend izhaja iz nasprotnih interesov med lastniki podjetja in managementom, zato so delničarji oziroma lastniki pripravljeni nositi dodatne stroške agentov, ki jim pomagajo nadzirati delovanje managerjev. Z delom prejemkov agentov oziroma uprave, izplačanih v obliki nagrad iz dobička, ki so pogosto plačane z lastnimi delnicami in ne z denarjem, se zblížujeta interesa uprave in lastnikov. Nagrade upravi predlaga nadzorni svet, skupaj pa oblikujeta predlog velikosti dividend. Uprava pa ima pri utemeljitvi predloga za dividende veliko moč. Torej se nakazuje pozitiven vpliv nagrad upravi na dividende. Ta vpliv pa je možno posredno razlagati iz dobičkonosnosti. Večji delež dobička, ki je izplačan upravi v obliki nagrad, spodbuja upravo k doseganju vedno boljših poslovnih rezultatov. Iz boljših poslovnih izidov izhajajo višje dividende (Slapničar, 2004, str. 52). V Krki je običajno, da so bili predlogi uprave in nadzornega sklepa o uporabi bilančnega dobička na skupščini sprejeti.

V Krki so bile nagrade upravi, ki šteje 5 članov, skozi celotno obdobje izplačane v razmerju ena tretjina v gotovini in dve tretjini v delnicah družbe. Obračunavajo se po povprečnem enotnem tečaju delnice Krke od dneva sklica skupščine do dneva zasedanja skupščine. Iz spodnje tabele je razvidno, da so se nagrade iz dobička v šestih letih kar podvojile. V 253. členu ZGD-F je napisano, da nadzorni svet določi celotne prejemke posameznega člana uprave (plača, udeležba v dobičku, povračila stroškov, zavarovalne premije, provizije, druga dodatna plačila) v ustreznem sorazmerju z nalogami članov uprave in s finančnim stanjem družbe. Do sedaj so se iz sklada lastnih delnic izplačevali le dve tretjini nagrade upravi v dobičku in se lastne delnice niso uporabljale za nič drugega. Po sklepu nadzornega sveta o imenovanju novega člana uprave, dne 12. 07. 2004, je 01. 01. 2005 prišlo do zamenjave predsednika uprave, v kateri bodo odslej bili le štirje člani.

Nagrade upravi in nadzornemu svetu, ki so izplačane kot udeležba v dobičku, vplivajo na politiko dividend. Na skupščinah delničarjev ki jih ima Krka ponavadi v mesecu juliju, se odloča o dividendah, razporejanju rezerv, nagradah, razrešnici in ostalih stvareh, ki so na dnevnem redu. Zaradi večjega doseganja dobička uprava in nadzorni svet dobivata višje nagrade, kar je za Krko razvidno iz spodnje tabele.

Tabela 5: Nagrade upravi in nadzornemu svetu v dobičku podjetja Krke, d. d., od leta 1997 do leta 2003 (v SIT)

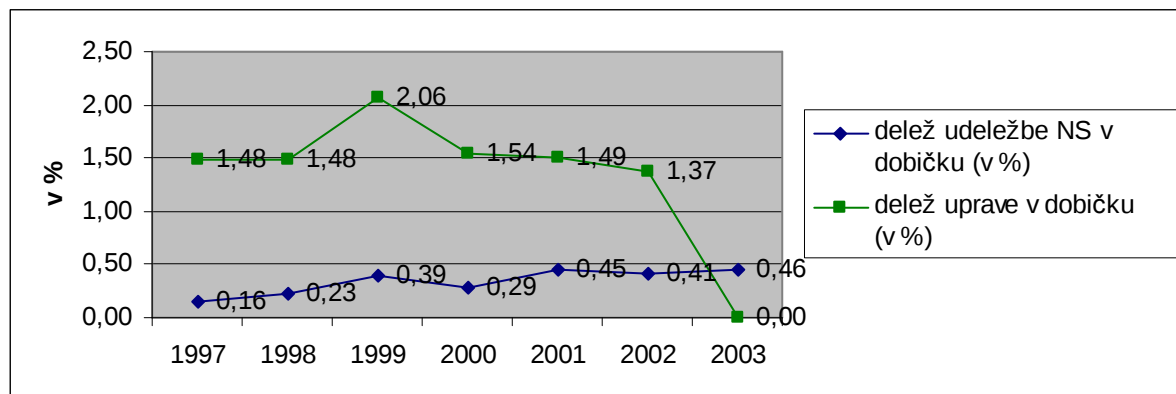
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Uprava	76.760.103	61.645.793	92.856.470	109.767.125	135.716.270	142.404.104	Ni podatka
Nadzorni svet	8.059.930	9.377.075	17.429.704	20.603.933	40.697.290	42.721.230	50.340.066
Skupaj	84.820.033	71.022.868	110.286.174	130.371.058	176.413.560	185.125.334	50.340.066

Viri: Letna poročila 1997 – 2003.

Iz spodnje slike je razvidno, da delež nagrade uprave v čistem poslovnem izidu ni tako stabilen. V obdobju od 1997 do 2003 je delež nagrad v povprečju znašal 1,5 odstotka čistega

dobička. Zadnje leto ne moremo upoštevati, ker podatki o nagradi uprave niso bili objavljeni. V istem obdobju pa je možno zaslediti rahlo rast deleža izplačanih nagrad nadzornemu svetu.

Slika 20: Delež nagrad uprave in nadzornega sveta v čistem poslovnem izidu posameznega obračunskega obdobja od 1997 do 2003 v Krki, d. d. (v %)



Vir: Lasten izračun.

Upam se trditi, da tudi nagrade članov nadzornih svetov vplivajo posledično na politiko dividend, seveda ne v taki meri kot nagrada v dobičku uprave. Tako se strinjam z Združenjem članov nadzornih svetov (ZČNS), da je pomembno sprejeti nove kriterije za članstvo, delo in plačilo nadzornih svetov. ZČNS je pred kratkim začelo razpravo o kriterijih za članstvo, delo in plačilo nadzornih svetov. Prvi rezultati teh novih kriterijev pa se bodo pokazali šele ob sprejemanju letnih poročil za leto 2005.

Nadzorniki bodo odslej dobivali plačilo za opravljanje funkcije, delo in prevzem odgovornosti. V ZČNS predlagajo naslednja izhodiščna bruto plačila za opravljanje funkcije članstva v NS.

Tabela 6: Predvideni prejemki članov v nadzornih svetih

Male družbe	do 6.000 EUR
Srednje družbe	od 6.000 do 8.000 EUR
Velike družbe	od 8.000 do 11.000 EUR
Predsedniki NS	od 150 do 200% plačila članov

Vir: ZČNS

V ZČNS priporočajo, da sejnine ostanejo enako kot so določene v statutih večine družb. Povprečni letni znesek sejin je leta 2004 znašal okoli 1.000 EUR na člana NS. Eden izmed glavnih piscev novih kriterijev Borut Bratina meni, da je bila sejnina neke vrste nagrada, ne pa nekaj, kar bi si NS prislužil kot nagrado za dober nadzor nad poslovanjem družbe. Bratina tudi poudarja, da so bili nekaterim nadzornikom izplačani (pre)visoki zneski glede na dobiček, seveda v tistih družbah, kjer so se s tem strinjali delničarji. Če je nadzorni svet preveč povezan z udeležbo v dobičku, je s tem interesno povezan z upravo, saj si tako

prizadeva, da je prikazan dobiček čim višji, kar posledično vodi v višje nagrade iz dobička članom v NS (Pušnik, 2004, str. 3).

Nekatere slovenske znanstvene študije in stroka opozarjajo na problem tesnih osebnih in političnih povezav v upravah in nadzornih svetih slovenskih podjetij (Slapničar, 2004, str. 58). Zato menim, da bi se čim prej morali izvajati kriteriji članstva, dela in plačila nadzornih svetov, da bi začeli člani nadzornih svetov opravljati svojo funkcijo nadziranja, ne pa odobravanje upravi takih in drugačnih strateških potez, ki bi le povečevale poslovni izid družbe. Upam se trditi, da iz dobička izplačane nagrade vplivajo na politiko dividend, kar potrjuje tudi analiza, zapisana v 5. poglavju diplomske naloge.

7 SKLEP

Politika delitve čistega dobička oziroma dividendna politika predstavlja razdelitev dobičkov, ki jih je podjetje ustvarilo in še ne razdelilo. Pri iskanju optimalne dividendne politike je potrebno upoštevati več kriterijev oziroma dejavnikov.

Izplačila dividend so podjetja uvedla že pred več kot 300 leti. Skozi zgodovino razvoja podjetja so se v posameznih obdobjih oblikovali različni vzorci optimalnih dividend. Nekateri med njimi so že izginili, drugi so se pojavili občasno, nekateri med njimi pa so se ohranili vse do danes ter delno prilagodili tudi sedanjim gospodarskim razmeram.

Dividendna politika je integralni del strategije podjetja, in vsebuje tako finančne kot investicijske odločitve. Na dividendno politiko torej vplivajo številni dejavniki, ki jih v osnovi lahko razdelimo na notranje in zunanje dejavnike. Med notranje dejavnike se štejejo posebnosti posameznega podjetja, med zunanje pa vse posledice gospodarskega okolja, v katerem podjetje posluje. Da je politika podjetja optimalna, zahteva upoštevanje čim večjega števila teh dejavnikov, saj bodo le tako v podjetju dosegli pozitivne učinke izbrane politike dividend.

V diplomski nalogi sem analizirala pet notranjih dejavnikov politike dividend podjetja Krka, d. d. Prvi dejavnik je naložbena politika Krke. V obravnavanem obdobju je Krka veliko investirala, zlasti v zadnjih letih, vendar kljub visokim vlaganjem v nadaljnji razvoj v najširšem pomenu besede, ni bilo pritiska na večanje relativnega deleža dobička za izplačila dividend. Z ustreznim in vzpodbudnim informiranjem o predvidenih investicijskih projektih je Krka uspela zadržati visoko stopnjo zaupanja v bodoče donose. Zato na podlagi te ugotovitve in empiričnih ugotovitev na slovenskem kapitalskem trgu ne moremo zanesljivo predvideti odvisnost investicijske politike in dividendne politike podjetja Krke ter obratno.

Struktura lastništva je drugi analizirani notranji dejavnik, ki vpliva na izbiro dividendne politike. V Krki je lastništvo še vedno razpršeno. Nekoliko pa se je v analiziranem obdobju

povečal delež izplačanih dividend v dobičku, in sicer iz 30,6 odstotka v letu 1997 na 36 odstotka v letu 2003. Razpršena struktura lastništva je torej pogojevala rast deleža izplačanih dividend v dobičku. Izplačane dividende v dobičku nastopajo kot mehanizem nadzora poslovanja s strani lastnikov. Na preference lastništva vpliva tudi davčni vidik. Davčne obremenitve izplačanih dividend so lahko zelo različne, odvisne so od koriščenja davčnih olajšav pravnih oseb oziroma davčnega razreda, v katerega je posamezna fizična oseba razporejena glede na svoje prejemke. Torej, o davčnem vidiku kot o vplivu dejavnikov dividendne politike Krke, d. d., je zato težko soditi. V Slovenji se je davčna zakonodaja s 01. 01. 2005 spremenila na številnih področjih. Zaenkrat še ne vemo, kakšne učinke bo prinesla. Napoveduje pa se že korekcija sedanje davčne zakonodaje, in sicer v smislu poenostavitve izračuna in večje preglednosti.

Glede na slovensko povprečje je Krka večje slovensko podjetje. V Krki izplačujejo približno tretjino ustvarjenega dobička in ker strmicijo k stabilnosti poslovanja, bodo ob večjem načrtovanem dobičku rasle tudi izplačane dividende, čeprav različni kazalci ne kažejo takšne donosnosti poslovanja podjetja. To pa zato, ker je empirično dokazano, da ima na višino dividend v tekočem letu največji vpliv višina predhodne dividende, za tem pa šele tekoči poslovni izid, višina likvidnejših sredstev in kratkoročne obveznosti.

Tudi zadnji notranji dejavnik podjetja – izplačane nagrade upravi in nadzornemu svetu iz dobička vplivajo na politiko dividend v Krki. Poleg tega, da so višje nagrade izplačane zaradi višjega realiziranega dobička, je potrebno poudariti pristojnosti teh dveh organov v družbi, preko katerih se lahko zastopajo interesi večjih lastnikov podjetja. Na problem tesnih osebnih in političnih povezav v upravah in nadzornih svetih slovenskih podjetij opozarjajo različni slovenski avtorji, vendar se klientelizem lahko omeji in regulira le z ustrezno zakonodajo.

Iz podatkov je razvidno, da Krka d.d. vodi stabilno politiko dividend, kar je s strani delničarjev zelo zaželeno. Družba zasleduje cilj zmerne povečevanja višine dividend v skladu z doseženim poslovnim izidom. Glede na napovedi uprave, da bo prodaja v naslednjem strateškem obdobju naraščala z najmanj 10–odstotno rastjo in da bo učinkovitost poslovanja še večja, je pričakovati nadaljnjo rast dividend. Dokler bo farmacevtsko podjetje Krka v slovenskih rokah, se ne pričakuje, da bi se politika poslovanja bistveno spremenila. Zaradi vse ostrejšje konkurence in stalne borbe za doseganje čim večjih dobičkov na globalnem farmacevtskem trgu zlasti na generičnem, kjer prihaja do nenehnih konsolidacij lastništva, pa lahko nastopijo spremembe, ki bi se verjetno odrazile tudi na dividendni politiki.

LITERATURA

1. Allen F., Bernardo A. E., Welch I.: A Theory of Dividends Based on Tax Cleinteles. The Journal of Finance, New York, 2000, 6, str. 2499–2536.
2. Antunovič Peter: Finance podjetja: Teorija in praksa. Brdo pri Kranju : Center Brdo. Sklad za razvoj managementa, 1999. 303 str.
3. Baker H. Kent, Powell Gary E., Veit E. Theodore: Revisiting Managerial Perspecitve on Dividend Policy. Journal of Economics and Finance, New York, 2002, 3, str. 267–283.
4. Berk A. et al.: Poslovne finance. Učno gradivo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002, str. 174–180.
5. Bertoneclj Matej, Novković Goran: Jože Colarič bi Sodov delež Krke prodal tudi tujcem. Finance, Ljubljana, 2004, 151, str. 2, 3.
6. Bhattacharya S.: Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird in the Hand Fallacy. Bell Journal Of Economics and Management Sciences, 1979, 10, str. 259–270.
7. Black, Scholes: The effect od Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns. Journal of Financial Economics, 1974, 1, str. 1–22.
8. Brigham Eugene F., Daves Phillip R.: International financial management. Thomson learning academic resource center, 2002, 7, str. 560–580.
9. Frankfurter George M., Wood Bob G.: Dividend Policy: Theory and Practice. Academic Press, 2003, 236 str.
10. Gordon Myron J: Dividends, Earnings, and Stock Prices. Review of Economics and Statistics, 1959, 41, str. 99–205.
11. Kocbek M.: Uporaba čistega in bilančnega dobička, kritje izgube ter izplačila delničarjem po ZGD-F. Revizor, Ljubljana, 2002, 3, str. 35–54.
12. La Porta Rafael et al.: Agency Problems and Dividend Policies around the World. The Journal of finance, New York, 2000, 1, str. 1–33.
13. Lease, Ronald C.: Dividend policy: Its impact on firm value. Financial management Association, 2000. 219 str.
14. Lintner J.: Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supllly of capital to corporation. Review of Economics and Statistisc, New York, 1956, 8, str. 243–269.
15. Litzenberger H. Robert, Ramaswamy: The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices. Journal of Financial Economics and Statistics, New York, 1979, str. 163–196.
16. Meek G. K.: Accounting in the United States. International Accounting. International Thomas Business Press, London, 1998. 72 str.
17. Miller M., Rock K.: Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. Journal of Business, New York, 1985, 10. str. 411–433.
18. Modigliani F., Miller Merton H.: Dividend policy, growth and the valuation of shares. Journual of Business, New York, 1961, 10, str. 411–433.

19. Mramor D., Groznik P., Valentinčič A.: Stanje in dileme poslovnih financ v Sloveniji. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1999, str. 221–248.
20. Mramor D.: Finančno obnašanje slovenskih podjetij. Zveza ekonomistov Slovenije ter Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, Zbornik 32. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji. Ljubljana, 2000, str. 395–406.
21. Mramor D.: Politika dividend v svetu in Sloveniji. Slovenska ekonomska revija, Ljubljana, 1996, 3, str. 191–202.
22. Perner V.: Revidiranje kapitalskih naložb in lastninskih razmerij – kapitala. Zveza ekonomistov Slovenije ter Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, Zbornik 27. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji. Ljubljana, 1995, str. 153–168.
23. Pušnik M.: Borut Bratina pričakuje odpor nadzornikov. Finance, Ljubljana, 2004, 199, str. 3.
24. Rozeff M.: Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratio. Journal of Financial Research, New York, 1982, str. 249–259.
25. Slapničar S.: Dividendna politika podjetij slovenskega borznega in prostega trga. Revizor, Ljubljana, 2004, 4-5, str. 40–62.
26. Stušek A.: Politika dividend slovenskega podjetja. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 52 str.
27. Sutton T.: Corporate Financial Accounting and Reporting. Financial Times, London, Prentice and Hall, 2000. 370 str.
28. Treven M.: Politika dividend slovenskih podjetij. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1995. 58 str.
29. Turk I., Kavčič S., Kokotec-Novak M., Koželj S., Odar M.: Finančno računovodstvo. Ljubljana, Slovenski inštitut za revizijo, 2004. 814 str.
30. Vozel M.: Nadzorniku do 10 tisoč evrov, predsedniku lahko dvakrat toliko. Finance, Ljubljana, 2004, 199, str. 2.
31. Walton P.: Accounting in the United Kindom. International Accounting. International Thomas Business Press, London, 1998. 142 str.
32. Zugwitz T.: Politika dividend v Sloveniji. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 104 str.

VIRI

1. Ajpes. [URL: <http://www.ajpes.si>], november 2004.
2. Bhattacharyya N.: Good Managers Work More and Pay Less Dividends – A Screening model of Dividend Policy. Univerity of British Columbia. [URL: <http://finance.commerce.ubc.ca/~bhatta/pdf/divagen1.pdf>], maj 1998
3. Letna poročila družbe Krka, d. d., Novo mesto od leta 1997 do leta 2003.
4. Ljubljanska borza. [URL: <http://www.ljse.si>], november 2004.

5. Nelson L.: Dividend Policy and Clientele Rationality. New York University. [URL: <http://stern.nyu.edu/fin/workpapers/papers99wpa99041.pdf>], december 1999.
6. Sklepi skupščin družbe Krka, d. d., od leta 1997 do leta 2003.
7. Slovenski računovodski standardi. Ljubljana, 2001.
8. Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (Uradni list RS št. 40/04, 49/04, 70/04).
9. Zakon o dohodnini (Uradni list RS, št. 71/93, 2/94, 1/95, 2/95, 7/95, 11/95, 11/96, 14/96, 18/96, 44/96, 68/96, 10/97, 82/97, 87/97, 13/98, 1/99, 11/99, 36/99, 15/00, 35/02, 31/03, 118/03).
10. Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 30/93, 29/94, 82/94, 20/98, 84/98, 6/99, 45/01, 93/02).

PRILOGA

Priloga 1: Predstavitev skupine Krka v letu 2003

Odvisna podjetja v državi:	lastniški delež (v %)	vrednost lastništva (v valuti)
KRKA Zdravilišča, d. o. o., Novo mesto	100%	2.657.097 SIT

Odvisna podjetja v tujini:	lastniški delež (v %)	vrednost lastništva (v valuti)
KRKA FARMA, d. o. o., Zagreb, Hrvaška	100%	49.262.800 HRK
KRKA-FARMA DOOEL, Skopje, Makedonija	100%	49.060.818 MKD
KRKA KOZMETIKA DOOEL, Skopje, Makedonija	100%	8.222.000 MKD
KRKA Polska, Sp. z o. o., Varšava, Poljska	100%	17.490.000 PLN
KRKA Aussenhandels GmbH, Munchen, Nemčija	100%	255.646 EUR
OOO KRKA-RUS, Istra, Ruska federacija	100%	1.082.505.665 RUB
OOO KRKA-FARMA, Sergiev posad, Ruska federacija	100%	130.000 RUB
KRKA Pharma Dublin Limited, Dublin, Irska	100%	1.000 EUR
KRKA Magyarorszag, Kft, Budimpešta, Madžarska	99%	12.600.000 HUF
HEL VETIUS s.r. l., Trst, Italija	80%	51.600 EUR
KRKA_FARMA, d. o. o., Novi Sad, Srbija in Črna gora	60%	111.080 CSD

Pridružena podjetja v državi:	lastniški delež (v %)
Golf Grad Otočec, d. o. o.	25%
SRG Rog Črmošnjice, d. o. o.	45,33%

Pridružena podjetja v tujini:	lastniški delež (v %)
Dawa, Nairobi, Kenija	34,78%

Priloga 2: Deset največjih delničarjev od leta 1997 do leta 2003

Deset največjih delničarjev leta 1997	delež (v %)
SOD	11,17
KAD	9,30
Lazard Capital Markets (UK)	2,31
Creditanstalt Bankverein (A)	1,54
Atena tri, d. d.	1,08
Prvi investicijski sklad PID, d. d.	0,89
Javni zavod Mariborske lekarne, p. o.	0,85
Atena dve, d. d.	0,80
PID Klas, d. d.	0,77
Atena ena, d. d.	0,76
Skupaj	29,47

Deset največjih delničarjev leta 1998	delež (v %)
SOD	11,38
KAD	9,65
Lazard Capital Markets (UK)	3,15
Triglav Steber 1 PID, d. d.	2,50
Bank Austria AG (A)	2,18
PID Zvon 1, d. d.	1,87
Nova ljubljanska banka, d. d.	1,58
A banka, d. d.	1,16
Atena tri, d. d.	1,12
Javni zavod Mariborske lekarne, p. o.	0,85
Skupaj	35,44

Deset največjih delničarjev leta 1999	delež (v %)
SOD	12,70
KAD	9,90
Krka, d.d., Novo mesto	4,70
NFD 1 investicijski sklad, d. d.	3,30
Lazard Capital Markets (UK)	3,20
Triglav Steber 1 PID, d.d.	2,90
Bank Austria AG (A)	2,00
Zvon 1 OID, d. d.	1,80
Atena tri, d. d.	1,10
Javni zavod Mariborske lekarne, p. o.	0,90
Skupaj	42,50

Deset največjih delničarjev leta 2000	delež (v %)
SOD	13,30
KAD	9,50
NFD 1 investicijski sklad, d. d.	3,30
Lazard Capital Markets (UK)	3,10
Triglav Steber 1 PID, d.d.	2,90
PID Zvon 1, d. d.	1,80
ID Kmečka družba, d. d.	1,50
Bank Austria AG (A)	1,00
Kapitalska družba, d. d., PPS	1,00
Atena ena, d. d.	0,90
Skupaj	38,30

Deset največjih delničarjev leta 2001	delež (v %)
SOD	13,70
KAD	9,60
Triglav Steber 1 PID, d.d.	3,30
NFD 1 investicijski sklad, d. d.	3,10
Lazard Capital Markets (UK)	2,90
Atena ena, d. d.	1,90
Zavarovalnica Triglav, d. d.	1,40
Zlata moneta 1, d. d.	1,40
Maksima 1, d. d.	1,20
A banka, d. d.	1,20
Skupaj	39,70

Deset največjih delničarjev leta 2002	delež (v %)
SOD	14,42
KAD	7,54
A banka, d. d.	3,33
NFD 1 investicijski sklad, d. d.	2,99
Triglav Steber 1 PID, d.d.	2,90
Zavarovalnica Triglav, d. d.	1,71
KD investments d. d. VS Galileo	1,36
Maksima 1, d. d.	1,19
ID KD, d. d.	1,09
Zlata moneta 1, d. d.	0,97
Skupaj	37,50

Deset največjih delničarjev leta 2003	delež (v %)
SOD	14,42
KAD	9,58
Triglav Steber 1 PID, d.d.	2,91
NFD 1 investicijski sklad, d. d.	2,91
KD investments d. d. VS Galileo	1,73
ID KD, d. d.	1,19
ID Maksima, d. d.	1,18
A banka, d. d.	1,12
Zavarovalnica Triglav, d. d.	1,10
Zlata moneta 1, d. d.	1,05
Skupaj	37,19