

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**ANALIZA DEJAVNIKOV OBLIKOVANJA IN RAZDELITVE
BILANČNEGA DOBIČKA V PODJETJU SAVA D.D.**

Ljubljana, maj 2005

MAJDA VEHAR

IZJAVA

Študentka Majda Vehar izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. Sergeje Slapničar in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetinih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 25.05.2005

Podpis: _____

KAZALO

1	UVOD	1
2	BILANČNI DOBIČEK	2
2.1	Sprejemanje letnega poročila in odločanje o bilančnem dobičku	2
2.2	Uporaba čistega dobička poslovnega leta in oblikovanje bilančnega dobička	3
2.3	Izkazovanje bilančnega dobička	5
2.4	Uporaba bilančnega dobička	6
2.4.1	Oblikovanje dodatnih rezerv iz dobička	7
2.4.2	Razdelitev med delničarje	8
2.4.3	Razdelitev za druge namene	9
2.4.4	Prenos dobička v naslednje obdobje	9
3	POLITIKA DIVIDEND	9
3.1	Osnovne teorije politike dividend	10
3.1.1	Teorija »vrabca v roki«	10
3.1.2	Teorija nevtralnosti	10
3.1.3	Teorija davčnega učinka	12
3.2	Izvedene teorije dividend	13
3.2.1	Učinek klientov	14
3.2.2	Zrelostna teorija	14
3.2.3	Teorija stroškov agenta	15
3.2.4	Teorija signaliziranja	17
3.3	Razvrstitev teorij politke dividend in grafični prikaz	19
3.4	Oblikovanje dividend v praksi	19
3.4.1	Politika preostalega dobička	20
3.4.2	Politika enakega deleža izplačanega dobička	21
3.4.3	Model enakomerno rastočih dividend	21
3.4.4	Model enakih nizkih rednih dividend z dodatnimi dividendami	22
3.5	Povzetek dejavnikov, ki vplivajo na politiko dividend	22
4	OBLIKOVANJE IN RAZDELITEV BILANČNEGA DOBIČKA V HOLDINGU SAVA D.D.	25
4.1	Kratka predstavitev podjetja	25
4.2	Poraba čistega poslovnega izida Save d.d.	26
4.3	Oblikovanje bilančnega dobička Save d.d.	27
4.4	Razdelitev bilančnega dobička v Savi d.d.	28
4.5	Dividendna politika Save d.d.	29
4.5.1	Zgodovina Savine delnice	29
4.5.2	Lastniška struktura Save d.d.	31
4.5.3	Politika dividend v Savi d.d.	31
4.5.4	Aplikacija nekaterih teoretičnih spoznanj o politiki dividend	34
5	SKLEP	40
	LITERATURA	43
	VIRI	45

1 UVOD

Novi Slovenski računovodski standardi (v nadaljevanju SRS) in prenovljeni Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-F) sta z letom 2002 v slovensko gospodarstvo vpeljala popolnoma nov pojem: bilančni dobiček. Ta kategorija je prinesla mnoge spremembe na področju porabe čistega dobička poslovnega leta, predvsem v smislu natančno določenega vrstnega reda porabe, ki podjetjem pušča zelo malo svobode pri odločanju. Bilančni dobiček je namreč iz čistega dobička izvedena kategorija, ki nastane po zakonsko določenem odvajanju dela čistega dobička v rezerve in dodajanju prenesenih rezerv iz predhodnjih let.

Več svobode pa SRS in ZGD-F puščata podjetjem pri odločitvah o razdelitvi bilančnega dobička. Pri tem določata samo različne namene, za katere se lahko ta deli, podjetja pa se odločijo za eno ali več možnosti. Velika svoboda, ki jo dopuščata na tem področju se kaže tudi s tem, da lahko družbe bilančni dobiček razdelijo tudi za druge namene, ki niso določeni s strani SRS in ZGD-F, če jih predhodno opredelijo v svojem statutu.

Razdelitev bilančnega dobička je najbolj pomembna za delniške družbe, ki morajo z razdelitvijo zadovoljiti zahteve in pričakovanja svojih delničarjev. Ekonomsko gledano je torej odločitev o delitvi bilančnega dobička vprašanje politike dividend, ki jo podjetje izvaja, ta pa je še danes velika uganka ekonomistov, čeprav je bilo o tem že veliko napisanega. Politika dividend je za podjetja med drugim pomembna zato, ker naj bi vplivala na vrednost podjetja. Prve analize vpliva politike dividend na vrednost podjetja so se sicer pojavile šele v šestdesetih letih prejšnjega stoletja, vendar so do danes različni avtorji razvili že več teorij, v katerih so žal prišli do nasprotujočih si zaključkov. Kljub temu večina meni, da je bistvo politike dividend ta, da naj bi z njo podjetje maksimiziralo tržno vrednost podjetja. Menim, da je v praksi takšno stanje sicer težko doseči oziroma težko vedeti, kdaj je maksimum dosežen, vendar pa se podjetje lahko temu približa tako, da kar najboljše spozna preference in pričakovanja svojih delničarjev ter v skladu z njimi deluje.

V realnem gospodarstvu pa stvari žal niso tako preproste. Vsako leto delniške družbe objavljajo zelo različne dividende, ki jih bodo izplačale. V letu 2004 je bil na primer razpon dividend za leto 2003 od 0,00 do 4.000,00 tolarjev (Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 2004), zato se mnogim postavlja vprašanje, zakaj nekatera podjetja izplačujejo višje, nekatera pa nižje dividende oziroma katere dejavnike upoštevajo pri oblikovanju dividend za izplačilo. Na to vprašanje sem skušala odgovoriti v teoretičnem delu svoje diplomske naloge, potrditev pa sem iskala tudi v praksi, in sicer na primeru znanega slovenskega podjetja Sava, d.d.

V prvem delu diplomskega dela so tako predstavljeni zakonski okviri oblikovanja bilančnega dobička, njegovega izkazovanja v računovodskem poročilu poslovnega leta in možnosti njegove razdelitve za različne namene. Med slednjimi je najpomembnejša postavka razdelitve bilančnega dobička za delničarje, zato sem drugi del diplomskega dela posvetila temeljnim teoretičnim modelom politike dividend in tudi modernejšim pogledom nanjo. Predstavila sem tudi modele oblikovanja dividend, ki ji podjetja uporabljajo v praksi. Poglavje sem zaključila s povzetkom ključnih dejavnikov, ki naj bi vplivali na odločitve podjetij glede izplačila dividend.

Tretji in hkrati zadnji del diplomskega dela je v celoti praktične narave. V njem sem poskušala teoretična spoznanja prvih dveh delov preveriti na podjetju Sava, d.d. Zadnji del je torej sestavljen iz kvalitativnih analiz oblikovanja in razdelitve bilančnega dobička Save za poslovno leto 2003 ter analize savine politike dividend v obdobju 1999-2004. Kvalitativna analiza je ponekod podprta tudi z osnovnimi statističnimi izračuni in grafičnimi prikazi.

2 BILANČNI DOBIČEK

Po novem Zakonu o gospodarskih družbah je potrebno pri dobičku ločiti dva pojma, čisti dobiček in bilančni dobiček. »Čisti dobiček je poslovni izid poslovnega leta (po plačilu davkov). Bilančni dobiček pa je vsota čistega dobička, ki se izkaže po seštevku prenesenega dobička in odvajanj v bilančni dobiček oziroma iz njega« (Kocbek, 2002, str. 35).

2.1 Sprejemanje letnega poročila in odločanje o bilančnem dobičku

Po ZGD-F so pristojnosti za sprejemanje letnega poročila porazdeljene med upravo, nadzorni svet in skupščino družbe. O sprejetju letnega poročila praviloma odločata uprava in nadzorni svet, pri čemer uprava sestavi letno poročilo, nadzorni svet pa ga preveri in potrdi. Skupščina je pristojna za sprejemanje letnega poročila samo v izjemnih primerih, ko nadzorni svet letnega poročila ne potrdi, ali pa uprava in nadzorni svet odločitev prepustita skupščini tudi sicer (ZGD-F, 2001, člen 282, 2. odstavek).

Ker torej skupščina praviloma ne sprejema letnega poročila s posebnim sklepom, je težišče njenega delovanja usmerjeno v odločanje o uporabi bilančnega dobička. Skupščina lahko predlog oziroma sklep o uporabi bilančnega dobička, ki ga predložita uprava in nadzorni svet, potrdi ali pa ga zavrne (Kocbek, 2002, str. 43). V primeru, da ga zavrne, mora sama oziroma katerikoli od delničarjev podati nov predlog, o katerem nato odločajo delničarji na skupščini.

Skupščina torej ni vezana na predlog uprave in nadzornega sveta o uporabi bilančnega dobička, vezana pa je na sprejeto letno poročilo. Skupščina ne more razdeliti med delničarje več čistega letnega dobička, kot ga prikazuje kategorija bilančnega dobička, ugotovljena v sprejetem letnem poročilu

2.2 Uporaba čistega dobička poslovnega leta in oblikovanje bilančnega dobička

Z novim zakonom o gospodarskih družbah je uporaba čistega dobička poslovnega leta natančno določena in vnaprej predvidena. ZGD-F namreč določa obvezni vrstni red uporabe čistega dobička, kar pomeni, da se o tem ne odloča niti na skupščini niti s posebnim sklepom nadzornega sveta oziroma uprave, ampak se takšna uporaba dobička upošteva že pri sestavljanju letnega poročila, konkretno pri sestavljanju bilance stanja (Kocbek, 2002, str. 41).

Čisti dobiček poslovnega leta se mora porabiti za sledeče namene po naniznem vrstnem redu (ZGD-F, 2001, člen 228, 1. odstavek):

- 1. za pokrivanje prenesene izgube** – čisti dobiček poslovnega leta je potrebno najprej uporabiti za pokrivanje morebitne izgube iz preteklih let. Pri tem je pomembno, da je družba dolžna pokrivati preneseno izgubo le z na novo ustvarjenim dobičkom¹, ki se izkaže kot čisti dobiček poslovnega leta. ZGD-F ne predpisuje obveznosti kritja izgube niti iz zakonskih rezerv, niti iz drugih rezerv iz dobička, niti iz osnovnega kapitala. Nepokrita prenesena izguba lahko v tem primeru pomeni nezmožnost za uporabo teh rezerv za druge namene oziroma za razdelitev dobička delničarjem, ker nepokrita izguba avtomatično računsko zmanjšuje bilančni dobiček. Družba ima lahko torej nepokrito – preneseno izgubo in hkrati v bilancah tako kapitalske rezerve kot tudi rezerve iz dobička (Kocbek, 2002, str. 40). Do takšnega stanja pride v primeru, ko družba izkaže premalo čistega dobička poslovnega leta, da bi z njim v celoti pokrila izgubo iz preteklih let in se razlika prenese na naslednje obdobje kot prenesena izguba. Če pa družbi po pokrivanju izgube del dobička ostane, ga mora uporabiti za naslednji namen po določenem vrstnem redu.
- 2. za oblikovanje zakonskih rezerv** – sklad zakonskih rezerv se oblikuje postopno z vsakoletnim odvajanjem 5 odstotkov čistega dobička poslovnega leta, zmanjšanega za znesek pokrivanja prenesene izgube, v zakonske rezerve, dokler vsota zakonskih in kapitalskih rezerv ni enaka 10 odstotkom oziroma v statutu določenim več odstotkom osnovnega kapitala (ZGD-F, 2001, člen 60, 3. in 4. odstavek).

¹ Če družba v tekočem letu ugotovi izgubo, jo je dolžna pokrivati tudi z morebitnim prenesenim dobičkom, to je dobičkom iz preteklih let, ki ni bil razporejen v nobene od rezerv.

- 3. za oblikovanje rezerv za lastne deleže** – če je družba v poslovnem letu pridobila lastne deleže, mora v bilanci stanja oblikovati rezerve za lastne deleže, in sicer v velikosti zneskov, ki so bili plačani za pridobitev lastnih deležev. Rezerve za lastne deleže se lahko poleg iz zneskov čistega dobička poslovnega leta in čistega dobička preteklih let oblikujejo tudi iz statutarnih rezerv (če tako določa statut) ter iz drugih rezerv iz dobička, ki presegajo morebitno preneseno izgubo, katere ni bilo mogoče pokriti iz morebitnega čistega dobička poslovnega leta.
- 4. za oblikovanje statutarne rezerv** – statut določa velikost statutarne rezerv (v absolutnem znesku ali pa v deležu od osnovnega oziroma celo od celotnega kapitala) ter delež zneska čistega dobička (zmanjšanega za morebitne zneske, uporabljene za kritje prenesene izgube, oblikovanje zakonskih rezerv in rezerv iz dobička), ki se v posameznem poslovnem letu nameni za oblikovanje statutarne rezerv in namen, za katerega se te rezerve lahko uporabijo.

Uprava in nadzorni svet lahko pri sprejemu letnega poročila iz zneska čistega dobička, ki ostane po uporabi za zgornje štiri namene, oblikujeta tudi druge rezerve iz dobička, vendar ne za več kot polovico omenjenega zneska. Če bi imela uprava in nadzorni svet možnost preostali del dobička v celoti razporediti v druge rezerve iz dobička, potem skupščina ne bi imela možnosti odločati o uporabi bilančnega dobička. ZGD-F pa dopušča tudi izjeme od tega pravila, in sicer če tako določa statut družbe.

Kot sem že omenila, mora biti uporaba čistega dobička poslovnega leta upoštevana že pri sestavljanju letne bilance stanja, in sicer v okviru postavk kapitala. Uporaba se prikaže tako, da se na eni strani zmanjša postavka čisti dobiček poslovnega leta, na drugi strani pa se zato lahko zmanjša prenesena izguba in/ali povečajo zakonske rezerve, rezerve za lastne deleže ter statutarne rezerve. Izkazovanje take uporabe čistega dobička poslovnega leta pa nikakor ne more spremeniti vrednosti celotnega kapitala. Edino, kar se pri tem spremeni, je kategorija čistega dobička izkazana v bilanci stanja. Ta bo zaradi razdelitve na posamezne postavke kapitala vedno manjši od čistega dobička poslovnega leta, izkazanega v izkazu poslovnega izida. Čisti poslovni izid poslovnega leta, izkazan v bilanci stanja, bo večji samo v primeru, ko je bila v tekočem letu izkazana izguba, ki je bila nato pokrivana s prenesenim dobičkom

Takšna uporaba čistega dobička poslovnega leta pa je posredno prikazana tudi pri oblikovanju bilančnega dobička. Postopek oblikovanja predstavlja naslednja formula (Odar, 2004, str. 10):

Čisti poslovni izid poslovnega leta
 + preneseni čisti dobiček / prenesena čista izguba
 + zmanjšanje (sprostitvev) rezerv iz dobička ločeno po njihovih vrstah
 - povečanje rezerv iz dobička po sklepu uprave (zakonskih rezerv, rezerv za lastne deleže (in delnice) in statutarnih rezerv
 - povečanje rezerv iz dobička po odločitvi uprave in nadzornega sveta (drugih rezerv iz dobička)

= **Bilančni dobiček**

Tako izoblikovani bilančni dobiček je lahko manjši od čistega dobička poslovnega leta, ugotovljenega v izkazu poslovnega izida, zaradi pokrivanja morebitne prenesene izgube in odvajanj v rezerve, lahko pa je tudi večji, če se uprava in nadzorni svet odločita sprostiti rezerve iz dobička. Prav tako je tudi bilančna izguba lahko manjša od čiste izgube poslovnega leta, če jo je možno pokriti s prenesenim čistim dobičkom, kapitalskimi rezervami² ali z rezervami iz dobička. Če pa se čisti izgubi poslovnega leta prišteje še prenesena izguba iz prejšnjih let in ni virov za njeno pokrivanje, je bilančna izguba poslovnega leta višja od čiste izgube tega leta.

2.3 Izkazovanje bilančnega dobička

Pri nas imajo družbe za izkazovanje bilančnega dobička in postavk, ki ga sestavljajo³ tri možnosti:

1. **kot dodatne postavke v izkazu poslovnega izida:** ZGD-F in SRS 25 določata, da mora podjetje v izkazu poslovnega izida za postavko čisti poslovni izid izkazati še vse postavke, ki so prikazne v zgornji formuli in sestavljajo bilančni dobiček.
2. **v dodatku k temeljnim računovodskim izkazom;**
3. **v izkazu gibanja kapitala oziroma v dodatku tega izkaza⁴:** Izkaz gibanja kapitala je temeljni računovodski izkaz, v katerem so resnično in pošteno prikazane spremembe sestavin kapitala za poslovno leto ali medletna obdobja, za katera se sestavlja (SRS 27.1.). V obliki sestavljene razpredelnice⁵ lahko prikazuje vse sestavine kapitala, zajete v bilanco stanja (v skupinah ali posamično), ali pa le razdelitev čistega dobička kot

² Kapitalske rezerve lahko podjetje sprost za pokrivanje izgube, ne sme pa jih sprostiti z namenom izplačila dobička, ker gre v takem primeru za izplačilo iz kapitala podjetja, kar je po 225. členu ZGD-F prepovedano.

³ Sestavin, ki ne izkazujejo nobenih vrednosti, ni treba prikazovati (Lipnik, 2002, str. 67).

⁴ Izkaz gibanja kapitala morajo obvezno sestavljati srednje in velike družbe (d.d. in d.o.o.) ter tiste male družbe, s katerih vrednostnimi papirji se trguje na borzi.

⁵ Podjetje lahko spremembe v sestavinah kapitala prikazuje tudi v ločenih razpredelnicah za vsako sestavino kapitala, vendar je v takem primeru potrebno v razpredelnicah prikazovati bistveno več podatkov zaradi primerjave. Pri sestavljeni razpredelnici se take primerjave praviloma prenesejo v pojasnila.

sestavine kapitala oziroma čiste izgube kot odbitne postavke od kapitala. Postavke, ki predstavljajo spremembe posameznih sestavin kapitala ter vplivajo na velikost bilančnega dobička in njegovo uporabo, so:

- a) Poslovni izid poslovnega leta kot premik v kapital
- b) Uporaba čistega dobička poslovnega leta, ki sta jo določila uprava in nadzorni svet, za:
 - pokrivanje izgube kot premik v kapitalu
 - oblikovanje zakonskih rezerv kot premik v kapitalu
 - oblikovanje rezerv za lastne deleže kot premik v kapitalu
 - oblikovanje statutarnih rezerv kot premik v kapitalu in oblikovanje drugih rezerv iz dobička kot premik v kapitalu
- c) Uporaba bilančnega dobička za
 - oblikovanje dodatnih rezerv iz dobička kot premik v kapitalu
 - druge namene, na primer izplačilo zaposlenim ter članom uprave, članom nadzornega sveta, kot premik iz kapitala
 - razdelitev med delničarje kot premik iz kapitala ter
 - prenos v naslednje obdobje kot premik v kapitalu.
- d) Uporaba kapitalskih in zakonskih rezerv za
 - pokrivanje izgube kot premik v kapitalu.

V dodatku izkaza gibanja kapitala naj bi bile prikazane ne samo spremembe posameznih sestavin kapitala, ki vplivajo na velikost in uporabo bilančnega dobička, ampak tudi same sestavine bilančnega dobička in njihov seštevek kot bilančni dobiček.

2.4 Uporaba bilančnega dobička

Prikaz bilančnega dobička ali bilančne izgube po zahtevah ZGD-F je podlaga za odločanje o njegovi uporabi. Predlog za uporabo bilančnega dobička⁶ podata uprava in nadzorni svet (ZGD-F, 2001, člen 282, 4. odstavek), vendar skupščina tega ni dolžna upoštevati. Sama lahko predloži svoj predlog in ga potrdi s sklepom, katerega vsebino ZGD-F natančno določa v členu 282. S tem sklepom je odločitev sprejeta. Tudi če skupščina odloči drugače, kot sta predlagala uprava in nadzorni svet, to ni niti ničnostni niti izpodbojni razlog za letno poročilo in sklep o uporabi letnega dobička⁷ (Kocbek, 2002, str. 43).

Skupščina pri odločitvi glede uporabe bilančnega dobička torej ni vezana na predlog uprave in nadzornega sveta, je pa vezana na sprejeto letno poročilo. Skupščina namreč ne more spremeniti letnega poročila tako, da bi ugotovila večji čisti dobiček poslovnega leta,

⁶ O uporabi bilančne izgube se ne more odločati, ker je to negativna postavka.

⁷ To pomeni, da s tem ko je skupščina odločila drugače glede uporabe bilančnega dobička, kot sta predlagala uprava in nadzorni svet, ni povzročila razveljavitve sprejetega poslovnega poročila. Prav tako ni mogoče izpodbijati končnega sklepa skupščine, ker ima ta vso pravico bilančni dobiček uporabiti po lastni volji oziroma po volji delničarjev.

ga prerazdelila v kategorijo bilančnega dobička in nato odločala o razdelitvi med delničarje. Prav tako ne more posegati v posamezne kategorije kapitala ali v druge rezerve iz dobička in jih prerazdeliti v kategorijo bilančnega dobička, ki bi ga nato razdelila med delničarje. Skupščina lahko odloča o teh stvareh le izjemoma, če uprava in nadzorni svet nista enotna pri sprejemanju letnega poročila in ga mora skupščina sama potrditi, ali če je naloga tudi sicer prepuščena skupščini.

O uporabi bilančnega dobička skupščina odloča vsako leto, najkasneje do konca avgusta, oziroma v družbah, kjer poslovno leto ni enako koledarskemu, do konca osmega meseca po koncu poslovnega leta (ZGD-F, 2001, člen 282.a, 3. odstavek). Skupščina ima možnost določiti uporabo bilančnega dobička za naslednje namene (Lipnik, 2002, str. 68):

- za oblikovanje dodatnih rezerv iz dobička;
- za razdelitev med delničarje;
- za druge namene, na primer za izplačilo zaposlenim ter članom uprave in članom nadzornega sveta (če je tako določeno v statutu družbe) in
- za prenos v naslednje obdobje kot preneseni dobiček.

2.4.1 Oblikovanje dodatnih rezerv iz dobička

Že pri oblikovanju bilančnega dobička lahko uprava in nadzorni svet razporedita del čistega dobička poslovnega leta v druge rezerve iz dobička, vendar ne več kot 50% čistega dobička po pokrivanju morebitne izgube in obveznem odvajanju v rezerve. Ko skupščina odloča o uporabi bilančnega dobička, pa lahko odvede v dodatne rezerve iz dobička še celoten bilančni dobiček. S tem se skupščina posredno odpove razpolaganju z bilančnim dobičkom, ker se bosta o uporabi drugih rezerv iz dobička prihodnje leto odločala uprava in nadzorni svet pri sestavljanju letnega poročila. Te rezerve se namreč lahko uporabijo za katerikoli namen (ZGD-F, 2001, člen 60, 9. odstavek), od uprave in nadzornega sveta pa je odvisno, ali jih bosta ponovno uporabila za oblikovanje bilančnega dobička, o uporabi katerega bo odločala skupščina.

Skupščina pri oblikovanju dodatnih rezerv iz dobička ni niti zakonsko niti statutarno omejena. V druge rezerve iz dobička lahko odvede torej ves bilančni dobiček, vendar je pri tem potrebno upoštevati zakonske določbe o možnostih manjšine delničarjev za izpodbijanje sklepa o uporabi bilančnega dobička (ZGD-F, 2001, člen 368). Praviloma je treba del bilančnega dobička razdeliti tudi med delničarje, in sicer najmanj v velikosti 4% osnovnega kapitala⁸. S to določbo se varuje manjšinske delničarje pred politiko »izstradanja« od večine (Kocbek, 2002, str. 45).

⁸ Če to dopušča sama velikost bilančnega dobička.

2.4.2 Razdelitev med delničarje

Skupščina naj bi glede na obstoječo oziroma želeno politiko dividend razdelila del bilančnega dobička tudi delničarjem. Pravica do izplačila dela dobička v obliki dividend je namreč ena od osrednjih korporacijskih pravic tako navadnega kot tudi prednostnega delničarja, pri slednjem celo s poudarjeno pravico do prednostne udeležbe v dobičku. Ta pravica ni obligacijskopravne narave, čeprav družba v poslovnem letu izkaže čisti dobiček ali celo bilančni dobiček. Delničar pridobi obligacijsko upravičenje šele s sprejetim sklepom o uporabi bilančnega dobička. V sklepu skupščina določi, kolikšen delež bilančnega dobička bo razdelila med delničarje, ta pa se razdeli med delničarje v skladu z zakonom oziroma statutom, torej glede na njihove deleže v osnovnem kapitalu⁹.

Delničarji s svojim vložkom ob nakupu delnic družbi posredno zagotavljajo realno premoženje (aktivo). Vložki za delnice se namreč preko osnovnega kapitala kot postavke pasive transformirajo v premoženje družbe kot kategorije aktive. Da se to premoženje oziroma osnovni kapital ohranja, s čimer se zagotavlja tudi določena stabilnost delniške družbe, je absolutno prepovedano vračilo vložkov delničarjev. Delničar si lahko povrne svoj vložek samo s prodajo svojih delnic tretji osebi in tako izstopi iz delnega lastništva podjetja.

Delniška družba lahko med delničarje razdeli le bilančni dobiček. Prepovedano je torej neposredno izplačilo iz premoženja družbe, iz vira osnovnega kapitala in tistih kapitalskih rezerv, ki so se oblikovale na pasivi z vložitvijo vložkov. Prav tako družba delničarjem ne sme neposredno izplačevati iz drugih virov lastnega kapitala, ki niso osnovni kapital, torej iz kapitalskih rezerv in iz drugih rezerv iz dobička. ZGD-F uvaja te omejitve v skladu z načelom ohranitve osnovnega kapitala delniške družbe oziroma z načelom prepovedi vračila in obrestovanja vložkov.

Namen teh načel je varovanje posameznih skupin deležnikov. Prepoved vračila vložkov in načelo ohranitve osnovnega kapitala tako varuje upnike pred nepravilnim razdeljevanjem premoženja družbe, načelo razdelitve zgolj bilančnega dobička pa same delničarje oziroma posamezne skupine delničarjev – pred različnim obravnavanjem (izplačevanje premoženja iz virov lastnega kapitala samo določenim delničarjem, izplačevanje v neustrezni obliki, ...) (Kocbek, 2002, str. 51).

⁹ 228.a člen ZGD-F določa, da se deleži delničarjev v bilančnem dobičku določijo v sorazmerju z nominalnim zneskom delnic. Če vložki v osnovni kapital niso vplačani v celoti ali če niso vplačani za vse delnice v istem razmerju, se deleži delničarjev določijo v sorazmerju z opravljenimi vplačili. Vložki, ki so bili vplačani med poslovnim letom, se upoštevajo v sorazmerju z obdobjem od vplačila do konca poslovnega leta. Drugačna udeležba delničarjev v bilančnem dobičku je dovoljena samo, če tako določa zakon oziroma statut v skladu z zakonom.

2.4.3 Razdelitev za druge namene

Prvi dve možnosti za razdelitev bilančnega dobička izhajata iz določb ZGD-F in iz skupščinskega sklepa, drugi nameni pa so v celoti prepuščeni statutarni ureditvi. Statut je lahko splošen, lahko pa natančno določi in kvantificira, koliko bilančnega dobička (v odstotku, v absolutnem znesku ali le zgornja meja) ter pod kakšnimi drugimi pogoji je mogoče uporabiti za druge namene. Na podlagi statutarne ureditve lahko skupščina uporabi bilančni dobiček za izplačilo zaposlenim, članom uprave ali članom nadzornega sveta, lahko pa tudi na primer za donacije tretjim osebam (Kocbek, 2002, str. 46).

2.4.4 Prenos dobička v naslednje obdobje

Pri odločanju o uporabi bilančnega dobička ima skupščina tudi možnost skleniti, da se del bilančnega dobička ali celotni bilančni dobiček ne uporabi za nobenega od zgoraj omenjenih namenov, niti za razdelitev med delničarje, ampak se bilančni dobiček opredeli kot preneseni dobiček. Takšna opredelitev bilančnega dobička pa pomeni, da se bo pri odločanju o bilančnem dobičku naslednje leto ponovno odločalo o tem delu bilančnega dobička (Kocbek, 2002, str. 48).

Na prvi pogled je kategorija prenesenega dobička sicer zelo podobna drugim rezervam iz dobička, saj se v obeh primerih zadržani del dobička v tekočem letu ne razdeljuje med delničarje ali za druge namene, možno pa ga je razdeliti v prihodnosti. Obstaja pa bistvena razlika glede pristojnosti za odločanje o nadaljnji uporabi. Če skupščina odvede del bilančnega dobička v druge rezerve iz dobička, bo naslednje leto pristojnost za odločanje o tem delu dobička v rokah uprave in nadzornega sveta. Pri sestavljanju naslednjih poročil bosta tako lahko del teh sredstev uporabila za pokrivanje morebitne čiste izgube poslovnega leta ali pa za prerazdelitev v katere od rezerv in ni nujno, da bosta preostanek vključila tudi v bilančni dobiček, o katerem nato odloča skupščina. Pri oblikovanju prenesenega dobička pa gre le za odloženo odločanje o dobičku, saj se ta kategorija obvezno v celoti vključuje v izračun bilančnega dobička in se zmanjšuje le v primeru pokrivanja tekoče izgube. Skupščina v tem primeru torej ne prenaša pristojnosti za odločanje o uporabi teh sredstev na upravo in nadzorni svet.

3 POLITIKA DIVIDEND

V prejšnjem poglavju sem ugotavljala, kako podjetja iz čistega dobička poslovnega leta oblikujejo bilančni dobiček, kakšne so zakonske zahteve za oblikovanje in kaj je prepuščeno volji uprave. Pri tem sem ugotovila, da so podjetja z novim zakonom o gospodarskih družbah zelo omejena pri oblikovanju bilančnega dobička, kar pa ne velja tudi za razdelitev le-tega.

Vprašanje uporabe oziroma razdelitve bilančnega dobička je ekonomsko gledano vprašanje politike dividend. Ta je že dolgo časa eden izmed nerešenih problemov v poslovnih financah in hkrati eden od najzahtevnejših izzivov za finančne ekonomiste. Ti že vrsto let vsak po svoje argumentirajo vpliv politike dividend na tržno vrednost podjetja, katere maksimiziranje je primarni cilj vsakega podjetja. Pri tem se ne morejo zediniti niti v tem, ali je ta vpliv pozitiven, nevtralen ali celo negativen.

Prve teorije o politiki dividend temeljijo na preprostih predpostavkah ali celo na predpostavkah popolnega trga, zato služijo predvsem osnovnemu razumevanju vpliva politike dividend na tržno vrednost podjetja. Mnogi jih imenujejo kar osnovne teorije politike dividend. Sodobnejši avtorji so te teorije testirali in jih v skladu s svojimi ugotovitvami nadgradili ali ovrgli. Iz tega je nastalo kar nekaj novih teorij, ki jih lahko imenujemo izvedene teorije.

V nadaljevanju torej predstavljam obe skupini teorij in oblikovanje dividend v praksi. Poglavje bom zaključila s povzetkom ključnih dejavnikov, ki vplivajo na dividendno politiko.

3.1 Osnovne teorije politike dividend

3.1.1 Teorija »vrabca v roki«

Ena prvih študij politike dividend, ki jo je leta 1959 izvedel Myron Gordon, je pokazala, da investitorji višje vrednotijo danes izplačane dividende kot kapitalske dobičke, ki nastanejo kot posledica reinvestiranih zadržanih dobičkov. Negotovost izplačanih dividend je namreč manjša od negotovosti kapitalskih dobičkov. Ker manjša negotovost pomeni nižjo zahtevano stopnjo donosa na lasniški kapital, bo pri dveh enakih podjetjih imelo višjo vrednost tisto podjetje, ki bo izplačevalo višje dividende.

3.1.2 Teorija nevtralnosti

Po teoriji, ki jo zagovarjata Merton Miller in Franco Modigliani, »...tveganost denarnih tokov investitorja ne določa dividendna politika, ampak tveganost denarnih tokov iz poslovanja podjetja« (povzeto po Slapničar, 2003, str. 74). Politika dividend torej ne more vplivati na tržno vrednost podjetja¹⁰ in tudi ne na strošek kapitala podjetja. Avtorja sta teorijo argumentirala z dejstvom, da si lahko vsak delničar podjetja oblikuje svojo lastno politiko dividend z nakupom / prodajo (ob presežku / pomanjkanju dividend) lastniških vrednostnih papirjev (Miller, Modigliani, 1961). Teorija sicer sloni na močnih

¹⁰ Nanjo vpliva investicijska politika podjetja, ki določa bodoče donose (Ivanec, 2001).

predpostavkah popolnega trga¹¹, zato mnogi avtorjema očitajo, da je v praksi neuporabna oziroma služi le za začetno razumevanje zapletenosti politike dividend (Ivanec, 2001).

Kljub temu pa Mramor (2002, str. 168) dokazuje veljavnost teorije nevtralnosti tudi na nepopolnem trgu, in sicer na tri načine:

1. Glede na vse nepopolnosti, ki se pojavljajo na trgu vrednostnih papirjev, obstaja paleta finančnih investorjev, pri katerih se optimalni delež dividend v skupnem donosu lastniškega vrednostnega papirja razteza od zelo nizkega do zelo visokega. Posamezno podjetje si poskuša pridobiti segment trga finančnih investorjev, ki mu njegova razdelitev dobička na dividende in zadržane dobičke najbolj ustreza¹². Na ravni sektorja podjetij to pomeni, da se bo ponudba lastniških vrednostnih papirjev z določenim deležem dobička, izplačanega v obliki dividend izenačilo s povpraševanjem in finančni investitorji bodo kot celota zadovoljni s paletto različnih deležev izplačil dividend, ki so na razpolago. Na trgu lastniških vrednostnih papirjev je torej doseženo ravnovesje in nobeno podjetje ne more povečati svoje tržne vrednosti s spremembo politike dividend. Ta razlaga kaže nevtralnost politike dividend s strani podjetja. Vpliv politike dividend pa je lahko nevtralen tudi z vidika posameznega investitorja, če upoštevamo učinek razpršitve, ki omogoča doseganje istih donosov celo ob manjšem tveganju.
2. Druga razlaga temelji na učinku negotovosti. Ta učinek opredelimo kot nezmožnost finančnega investitorja ugotoviti, ali mu premoženje lastniških vrednostnih papirjev z določenim deležem donosa v obliki dividend prinaša več ali manj kot premoženje drugih lastniških vrednostnih papirjev. Ta negotovost učinka različnega deleža donosa v obliki dividend na končno donosnost je lahko tako velika, da deleža finančni investitor enostavno ne zna upoštevati in ga zato lahko ne upošteva kot relevantni dejavnik pri izbiri med lastniškimi vrednostnimi papirji. To seveda pomeni, da politika dividend posameznega podjetja ne vpliva na njegovo tržno vrednost.
3. Nevtralen učinek politike dividend podjetja pa lahko utemeljimo tudi z dejstvom, da v finančno razvitem gospodarstvu obstaja vrsta možnosti za finančne investitorje, da donos v obliki dividend spremenijo v kapitalske dobičke. Za finančnega investitorja je torej vseeno, koliko dividend izplača podjetje. Ta razlaga se ujema tudi z Millerjevo teorijo nevtralnosti.

¹¹ Svet brez davkov, transakcijskih stroškov in stroškov izdaje novih vrednostnih papirjev; ni asimetrije informacij med managerji in lastniki.

¹² Tukaj se razlaga teorije nevtralnosti stika s teorijo učinka klientov (v nadaljevanju).

3.1.3 Teorija davčnega učinka

Investitorji pogosto primerjajo donose svojih finančnih naložb z vidika sedanje vrednosti njihovih donosov. Lastniki delnic bodo tako primerjali sedanjo vrednost dividend s sedanjo vrednostjo kapitalskih dobičkov. Če sta ti dve obliki donosa različno davčno obravnavani, bodo to seveda upoštevali pri oblikovanju svojih preferenc (Zugwitz, 2004, str. 18). Posledično pa se preference investorjev odražajo tudi v ceni delnice oziroma vrednosti podjetja. Če bo podjetje na primer izplačevalo visoke dividende pri strukturi lastništva, ki preferira kapitalske dobičke, bo to pomenilo znižanje vrednosti podjetja in obratno.

V svetu večina razvitih držav, med njimi tudi Slovenija, dividende bolj obdavčuje kot kapitalske dobičke. V Sloveniji je sistem obdavčevanja tako dividend kot tudi kapitalskih dobičkov različen glede na lastnika vrednostnih papirjev.

Obdavčitev dividend je za pravne osebe relativno ugodna. Podjetje ima pravico prejete dividende izvzeti iz svoje davčne osnove (ZDDPO-1, 2005, člen 18, 1. odstavek¹³) tako, da pride do posredne obdavčitve udeležbe v dobičku samo v fazi, ko izplačevalec dividend plača davek na dobiček poslovnega leta.

Če pa je prejemnik dividende fizična oseba, prihaja celo do dvojne obdavčitve, saj so dividende prvič obdavčene enako kot pri pravnih osebah, nato pa se, zmanjšane za 35 % (Zdoh-1, 2005, člen 102, 4. odstavek¹⁴), všteto v dohodninsko napoved fizične osebe, kjer so obdavčene po veljavni dohodninski lestvici.

Za razliko od dividend so kapitalski dobički, ki predstavljajo razliko med vrednostjo kapitala ob odsvojitvi in vrednostjo kapitala ob pridobitvi (Zdoh-1, 2005, člen 90, 1. odstavek), všteto v davčno osnovo fizičnih in pravnih oseb, in sicer v davčnem letu, ko je bil le-ta ustvarjen. Pri tem imajo fizične osebe to ugodnost, da se kapitalski dobiček izvzame iz davčne osnove, če je bila odsvojitve izvršena po poteku treh let od dneva, ko je bil vrednostni papir pridobljen (Zdoh-1, 2005, člen 86, 3. odstavek in člen 90, 1. odstavek).

Zaradi zgoraj omenjene razlike v obdavčevanju lahko pričakujemo, da bodo investorji fizične osebe v povprečju preferirali kapitalske dobičke, ki se obdavčijo kasneje kot dividende ali so celo izvzeti iz obdavčitve. Nasprotno pa bodo investorji pravne osebe večinoma preferirali dividende pred kapitalskimi dobički.

Ob upoštevanju navedenih davčnih vplivov menim, da je vrednost podjetja pri določeni politiki dividend odvisna predvsem od lastniške strukture podjetja. Če so lastniki večinoma pravne osebe, potem lahko pričakujemo, da bo vrednost podjetja večja, če bo izplačevalo

¹³ Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb, katerega večina določb se je začela uporabljati 01.01.2005.

¹⁴ Zakon o dohodnini, ki se je začel uporabljati 01.01.2005.

višje dividende. Obratno lahko pričakujemo, da bo podjetje, ki ima v svoji lastniški strukturi samo fizične osebe, imelo višjo vrednost, če bo zadržane dobičke reinvestiralo. V primeru mešane strukture lastništva menim, da se davčni učinek izravna in ne vpliva na vrednost podjetja.

Glede na mešano lastniško strukturo slovenskih podjetij bi lahko trdila, da teorija davčnega učinka v praksi ne velja. Da ni dovolj dokazov za potrditev veljavnosti teorije davčnega učinka sta v svojih analizah ugotavljala tudi Brennan (1970) in Poterba (1987).

Teorijo davčnega učinka sta skušala potrditi tudi Chetty in Saez (2004) v njuni raziskavi vpliva davčne reforme v ZDA na politiko dividend. Ugotovila sta, da je zmanjšanje davka na dividende v letu 2003 na splošno povzročilo povišanje izplačanih dividend, in sicer na treh nivojih:

- nekatera podjetja, ki pred davčno reformo niso izplačevala dividend, so začela izplačevati redne dividende;
- podjetja, ki so že predhodno izplačevala dividende, so te še občutno povišala;
- mnoga podjetja so rednim dividendam dodala še enkratne dodatne dividende.

V ZDA so torej podjetja po zmanjšanju davkov na dividende začela izplačevati višje dividende. To dokazuje pravilnost tistega dela teorije davčnega učinka, ki pravi, da investitorji preferirajo kapitalski dobiček pred dividendami, če so le-te bolj obdavčene od prvega. Avtorja pa v svojem delu nista analizirala, kako je to povečanje izplačevanja dividend vplivalo na ceno delnic teh podjetij, torej veljavnosti teorije davčnega učinka nista v celoti potrdila.

3.2 Izvedene teorije dividend

V sodobnih analizah politike dividend se avtorji največkrat obračajo na analizo gibanja vrednosti podjetja po objavi spremembe dividende. Pri tem so prišli do spoznanja, da uvedbi dividende oziroma njeni pozitivni spremembi sledi povečanje vrednosti podjetja in obratno. Pri znižanju ali celo ukinitvi dividende podjetje utrpí padec cene delnice. Iz te ugotovitve so avtorji razvili dve različni razlagi:

- **teorija signaliziranja**, ki obravnava dividendo kot signal o bodočih dobičkih; oče teorije je Lintner, testirali pa so jo: Benartzi, Michaely in Thaler (1997), Garrett, Priestley (2002), Aivazian, Booth, Cleary (2003), Fuller (2003), Bernhardt, Douglas, Robertson (2005), Scott Docketing, Koch (2005) in drugi;
- **teorija stroškov agentov**, kjer dividenda predstavlja mehanizem nadzora nad managementom podjetja; njeni predstavniki so: Easterbrook (1984), La Porta et.al. (2000), Gugler, Yurtoglu (2003), Gugler (2003), Mitton (2004), Goergen, Renneboog, da Silva (2005), Borokhovich (2005) in drugi.

Poleg teh razlag nekateri avtorji pojasnjujejo vpliv politike dividend na vrednost podjetja tudi z vidika njegove lastniške strukture (teorija klientov) ali faze razvoja podjetja, v kateri se le-ta nahaja (zrelostna teorija).

3.2.1 Teorija klientov

Teorija klientov zagovarja tezo, da je sprememba cene delnice odraz različnih preferenc delničarjev glede dividend in kapitalskih dobičkov (Brigham, Daves, 2004, str. 558). Delničarji, ki preferirajo redno izplačilo visokih dividend, so predvsem tisti, ki so v nizkem davčnem razredu in potrebujejo dividende za pokrivanje tekočih življenjskih ali poslovnih stroškov. Njihove dividende so nizko obdavčene, zato se z davčnim učinkom ne obremenjujejo. Na drugi strani pa so delničarji, ki so v visokem davčnem razredu. Za njih bi izplačilo dividend pomenilo večjo davčno obremenitev. Ker so dovolj tekoče likvidni, želijo dividende reinvestirali v podjetje, vendar so te zmanjšane za znesek davka, zato takšni delničarji preferirajo kapitalske dobičke pred dividendami.

Pri obstoječi lastniški strukturi podjetja se bo, v skladu s teorijo klientov, cena delnice ob spremembi dividende prilagodila vrednosti novega ravnotežja med lastniki, ki preferirajo dividende in tistimi, ki preferirajo kapitalske dobičke. Ko torej podjetje na primer poveča izplačane dividende; investitorji, ki preferirajo kapitalske dobičke, začnejo prodajati svoje delnice, kupovati pa jih začnejo tisti, ki imajo raje dividende. Če je prvih več kot drugih, bo cena delnice padla in obratno (Brigham, Daves, 2004, str. 559).

3.2.2 Zrelostna teorija

Večina dosedanjih teorij o politiki dividend je temeljila na hipotezi, da povečanju dividende sledi povečanje dobičkonosnosti. Pozitivna naj bi bila tudi sprememba cene delnice na spremembo dividende. Leta 1997 so te trditve testirali Benartzi, Michaely in Thaler in prišli do ravno nasprotnih rezultatov. Ugotovili so, da se prihodnji dobički povečajo z znižanjem dividend.

Ti rezultati so spodbudili Grullon-a, Michaely-ja in Swaminathan-a (1999), da so začeli razmišljati o drugih možnih razlagah teh ugotovitev. Postavili so hipotezo, da dividende naraščajo, ko podjetje preide v zrelo fazo razvoja, ker takrat podjetje postane manj tvegano. Poimenovali so jo »zrelostna teorija«. Ta torej proučuje razmerje med spremembo dividend in spremembo tveganosti podjetja ter njun vpliv na spremembo cene delnice na trgu.

Empirični testi so pokazali, da se podjetjem, ki preidejo v zrelo fazo razvoja, zmanjšajo investicijske možnosti, kar znižuje prihodnjo dobičkonosnost, povečuje pa proste denarne

tokove. Ti omogočajo izplačilo večjih dividend. Zrela podjetja torej izplačujejo višje dividende.

Kakšen pa je odziv investorjev na povišane dividende? Znanstvene raziskave so pokazale, da je odziv cene delnice na spremembo dividende pozitiven. To pomeni, da odziv cene delnice na povišano ali znižano dividendo resnično kaže na to, da investitorji v teh spremembah zaznavajo pozitivne ali negativne signale o bodočem poslovanju podjetja. Toda, če so Benartzi, Michaely in Thaler ugotovili, da povišanju dividende ne sledi povečanje bodočih dobičkov, to pomeni, da mora na ceno delnice vplivati sprememba zahtevane stopnje donosnosti kapitala. Že po sami definiciji¹⁵ ceno delnice namreč določajo denarni donosi oziroma dividende in diskontni faktor, ki je odraz tveganosti podjetja.

V večini teorij velja, da je sprememba cene delnice po objavljeni spremembi dividende pozitivno povezana s pričakovanimi dobički in negativno povezana s pričakovanimi spremembami v tveganju podjetja. Isto velja tudi v primeru zrelostne teorije, saj se investitorji na povišanje dividend odzivajo pozitivno. Cena delnice po povišanju dividende torej naraste, vendar pa so v tej teoriji dejanski motivi za povečanje cene drugačni. Investitorji se sicer zavedajo, da je podjetje prešlo v zrelo fazo rasti, ko se podjetju znižajo dobički in investicijske možnosti¹⁶, vendar povišanje dividende bolj zaznajo kot pozitivni signal o znižanju tveganja podjetja (Grullon, Michaely, Swaminathan, 1999).

3.2.3 Teorija stroškov agenta

V razmerah popolnega trga kapitala so cilji managementa in lastnikov podjetja enaki – maksimiranje tržne vrednosti podjetja. Dejansko pa na nepopolnem trgu prihaja do nasprotnih interesov med lastniki podjetja (delničarji) in managementom, kar je osnova teorije stroškov agenta. Prvi želijo čim višjo donosnost svoje naložbe, medtem ko managerji želijo zadovoljiti predvsem lastne interese. Da bi delničarji zavarovali svoje interese, poskušajo nadzorovati delovanje managerjev, za kar je najboljši mehanizem izplačilo dividend.

Tu obstajajo različne teorije, ki pojasnjujejo, kako lastniki dejansko dosežejo ekonomično uporabo sredstev v podjetju. Easterbrook (1984) razlaga, da imajo dividende posebno vlogo pri nadzoru problema agentov, ker večje izplačilo dividend povečuje verjetnost, da se bo moralo podjetje dodatno zadolžiti na finančnem tugu ali izdati nove delnice na primarnem trgu kapitala. To pripelje do povečanega zanimanja novih investorjev za kvaliteto managementa, torej do večjega nadzora nad delovanjem podjetja. Kasneje je Jensen (1986) pojasnil vlogo dividend kot mehanizma za razdelitev presežnih denarnih

¹⁵ $P = Div / r$; P = cena delnice, Div = dividenda, r = zahtevana donosnost kapitala.

¹⁶ V skladu s tem pričakovanjem bi se morala cena delnice znižati.

sredstev, ki bi se sicer lahko porabila za nedonosne investicijske projekte. Skupno vsem tem teorijam pa je, da višje dividende v očeh delničarjev pomenijo nižje stroške agentov, zato bo odziv cene delnice na zvišanje dividende pozitiven.

Intenzivnost odziva cene delnice na spremembo dividende pa je v praksi zelo različna. Mnogi avtorji jo pojasnjujejo s splošnim mnenjem investitorjev glede problema agentov v podjetju. Če delničarji verjamejo, da je problem agentov manjši, ker so vzpostavljeni alternativni mehanizmi nadzora, potem njihove preference po dividendah niso tako močne in bo odziv cene delnice na spremembo dividende manj izrazit kot v nasprotnem primeru.

Pri tem pa se pojavlja vprašanje, kateri so indikatorji nizkih stroškov agenta v podjetju. Po mnenju Borokhovicha et al. (2005) je to visok delež neodvisnih direktorjev v upravnem odboru podjetja (tu gre za anglosaksonsko ureditev gospodarskih družb). Številne raziskave učinkovitosti uprave namreč dokazujejo, da trg kapitala vidi zunanje direktorje kot zadosten vir nadzora nad managerji, kar znižuje stroške agentov. Na Japonskem so stroški agenta definirani s specifično institucionalno ureditvijo trga. Večina podjetij se povezuje v skupine, imenovane keiretsu. Vsako izmed podjetij ima svoje višje managerje v upravi drugih podjetij v skupini, kjer imajo dostop do internih informacij in hkrati izvajajo nadzor nad podjetjem. Mitton (2004) stroške agentov povezuje z zaščito malih delničarjev bodisi s strani državne zakonodaje bodisi s strani poslovne politike podjetja. Če delničarji čutijo, da so njihove pravice dobro varovane, bolj zaupajo managementu in tako lažje sprejmejo dejstvo, da podjetje v obdobju rasti reinvestira zadržane dobičke, ker vedo, da bodo v prihodnosti deležni koristi iz tega naslova. Zaščita malih delničarjev je zelo pomembna na primer v kontinentalni Evropi, kjer v podjetjih prevladujejo veliki delničarji in je tradicionalen konflikt med lastniki in managementom že prerasel v konflikt med malimi in velikimi delničarji (Gugler, Yurtoglu, 2003, str. 732).

Analizi vpliva zaščite malih delničarjev na politiko dividend so veliko pozornosti namenili tudi La Porta et al. (2000). V svojem delu obravnavajo dve skupini deležnikov: male delničarje in »insiderje«. Mali delničarji so tisti zunanji investitorji, ki nimajo odločilnega vpliva na delovanje podjetja in so prepuščeni volji »insiderjev«, torej tistih, ki lahko vplivajo na odločitve v podjetju. Ti dve skupini sta lahko med državami vsebinsko zelo različni, odvisno od splošne strukture lastništva podjetij. Na primer v ZDA, Veliki Britaniji, Kanadi in Australiji, kjer je lastniška struktura velikih podjetij zelo razdrobljena, lahko kot »insiderje« obravnavamo kar managerje podjetij. Kjer pa je lastništvo koncentrirano, vloga managerjev ni več tako izrazita, saj moč upravljanja prevzamejo veliki delničarji (La Porta et al., 2000, str. 3). V vsakem primeru pa so mali delničarji tisti, ki morajo na drugačen način zaščititi svoje interese glede investicije. Za večino je najpomembnejša kar državna zakonodaja, ki opredeljuje pravice delničarjev na več nivojih, od pravice do izplačila enakega deleža dobička na delnico kot »insiderjem«, pravice do

glasovanja pri pomembnih odločitvah v podjetju do možnosti vložitve odškodninske tožbe proti podjetju.

La Porta et al. (2000) ob predpostavki obstoja problema agenta ponujajo dve nasprotujoči si hipotezi o povezanosti dividend in zaščite malih delničarjev, po katerih je dividenda ali posledica ali pa substitucija zaščite. Po prvem modelu je višina dividende rezultat ustrezne zaščite delničarjev, ko imajo ti možnost in pravno podlago iz podjetja iztržiti željeno dividendo. Dividende bodo zato ob prisotnosti takšnega sistema višje kot v državah s slabo zaščito delničarjev. Nasprotno pa bodo po teoriji substitucije dividende večje v državah z nizko stopnjo zaščite delničarjev, ker morajo podjetja sama graditi zaupanje delničarjev. Sloves delničarju prijaznega podjetja pa si lahko ustvarijo samo z izplačevanjem visokih dividend. Dejansko so La Porta et al. s statistično analizo ugotovili, da so dividende višje v državah z visoko stopnjo zaščite delničarjev.

Stroške agenta pa lahko, po mnenju Guglerja (2003), razberemo tudi iz lastniške strukture podjetja, ki predstavlja strukturo nadzora. V hipotezi, ki jo je testiral na vzorcu avstrijskih podjetij v 90-ih letih, je predpostavil, da imajo podjetja v državni lasti višje in bolj stabilne dividende kot podjetja v zasebni lasti. Slednja namreč dividendno politiko prilagajajo svoji investicijski politiki. Hipotezo je tudi potrdil. Iz tega lahko sklepamo, da imajo podjetja v večinski lasti države visoke stroške agentov, ki si jih prizadevajo zniževati z mehanizmom dividend.

3.2.4 Teorija signaliziranja

Dandanes investitorji nimajo enakih informacij o prihodnjih dobičkih podjetja, kot jih imajo managerji teh podjetij. Ti imajo običajno boljši pogled na prihodnost podjetja kot delničarji, saj sami tudi vplivajo na delovanje podjetja. Prihaja torej do asimetrije informacij. Medtem ko se lahko managerji odločajo o politiki dividend podjetja na podlagi skrbno pripravljenega dolgoročnega oziroma strateškega plana, lahko delničarji samo sklepajo o tem, kakšna bo prihodnja uspešnost podjetja. To naredijo na podlagi nepredvidenih sprememb dividende oziroma signalov.

Lintner (1956) je v svoji empirični raziskavi o politiki dividend prišel do sklepa, da so dividende, vsaj za velike delniške družbe, navzdol izredno rigidne. Zato po njegovem mnenju vodstva delniških družb povečajo delež dobička, izplačanega v obliki dividend, samo takrat, ko obstaja zelo velika verjetnost, da bo prihodnji denarni tok dovolj velik za vzdrževanje višjih dividend. Če podjetje torej poveča dividende za več, kot je bilo pričakovano¹⁷, bo to signal za delničarje, da podjetje pričakuje večje dobičke. V takem

¹⁷ Na podlagi preteklih dividend lahko delničarji predvidevajo višino tekoče dividende. Če podjetje pri oblikovanju dividend uporablja na primer model enakomerno rastočih dividend, potem bodo delničarji tudi v tekočem letu pričakovali enakomeren porast dividend in ta sprememba ne bo vplivala na ceno delnice.

primeru naraste tudi cena delnice, medtem ko bo ta padla, če podjetje napove nižje dividende, kot jih je izplačalo v predhodnem obdobju. Nižja dividenda je namreč signal slabših prihodnjih dobičkov podjetja.

Lindtnerjeve rezultate teorije signaliziranja so kasneje testirali še mnogi avtorji, ki pa so prišli do zelo različnih, celo nasprotujočih si rezultatov. Po trditvah avtorjev, kot so Benartzi, Michaely in Thaler (1997) Kato, Loewenstein in Tsay (2002), Garrett in Priestley (2002), delničarji v spremembi dividende ne vidijo samo signala o bodočih, temveč tudi o preteklih in trenutnih dobičkih podjetja. Slednja dva avtorja sta celo ugotovila, da je sprememba dividende odraz trenutnega šoka v dobičku, informacija o bodočih donosih pa je zajeta v spremembi cene delnice. Po njunem mnenju torej klasična teorija signaliziranja ne drži. Tudi Bernhardt, Douglas in Robertson (2005) se ne strinjajo s teorijo signaliziranja. Ta naj bi namreč veljala na vseh ravneh spremembe dividende, kar pa niso uspeli potrditi.

Možno je, da nekateri avtorji v svojih analizah niso prepoznali teorije signaliziranja, ker je vrednost signala odvisna od informiranosti delničarjev podjetja, ki je spremenilo dividendo. Signal, dan s spremembo dividende, je namreč močnejši, če imajo delničarji na razpolago manj zanesljivih informacij o poslovanju in prihodnjih možnostih podjetja (Mramor, 2002, str. 174). Z naraščanjem deleža informiranih delničarjev v lastniški strukturi podjetja oziroma s splošno boljšo informiranostjo delničarjev se bo torej vrednost signala zmanjševala in vrednost delnice se bo približala njeni notranji vrednosti (Fuller, 2003, str. 386).

Takšna razlaga teorije signaliziranja pa velja predvsem za razvite države. Aivazian, Booth in Cleary (2001) so jo označili kot teorijo substitucije, kjer dividende nadomeščajo direktno komunikacijo med podjetjem in njegovimi delničarji. V državah v razvoju, kjer vlada bančni centralizem, pa so podjetja bolj direktno nadzorovana, zato so delničarji bolje informirani in dividende ne služijo več kot signal o bodočem poslovanju. Dividende so samo komplement oziroma dodatek k že znanim informacijam in se izplačujejo z namenom ustvarjanja slovesa, s čimer si podjetja pomagajo pri pridobivanju svežega kapitala. Kljub dobri informiranosti delničarjev pa lahko pride do močnejše reakcije cene delnice na spremembo dividende, če je le-ta v nasprotju s trenutnim stanjem v gospodarstvu v obdobju splošne nestabilnosti gospodarstva (Koch, 2005, str. 21).

Učinka signaliziranja spremembe dividende pa se zavedajo tudi managerji, čeprav jih večina, intervjuvanih za namene analize v delu Brava et al. (2003), dividende ne izplačuje z namenom signaliziranja bodočih dobičkov. Dividende so namreč večinoma bolj obdavčene od kapitalskih dobičkov, zato za delničarje predstavljajo drag signal. Managerji menijo, da bi morale biti dividende le komplement k že znanim informacijam.

3.3 Razvrstitev teorij politike dividend in grafični prikaz

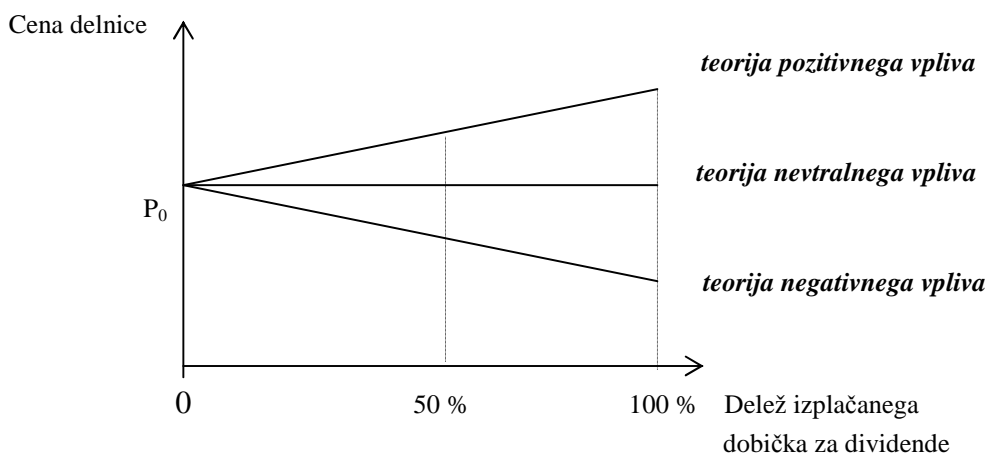
Osnovne teorije politike dividend so na podlagi določenih predpostavk nakazovale tri različne smeri vplivov dividend na vrednost podjetja (glej Sliko 1). Modernejši avtorji so te osnovne predpostavke testirali in jih v skladu s svojimi ugotovitvami potrdili ali pa zavrnili. Iz tega je nastalo kar nekaj novih teorij, ki pa v svojem bistvu še vedno skušajo dokazati eno od treh smeri vpliva dividend na vrednost podjetja. Ravno zato lahko vse teorije razdelimo v tri skupine, kot kaže spodnja tabela.

Tabela 1: Razvrstitev teorij politike dividend glede vpliva spremembe dividende na vrednost podjetja

negativni vpliv	nevtralni vpliv	pozitivni vpliv
<ul style="list-style-type: none"> ▪ teorija davčnega učinka 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ teorija nevtralnosti ▪ učinek klientov 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ teorija »bolje vrabec v roki« ▪ teorija stroškov agenta ▪ teorija signaliziranja ▪ zrelostna teorija

Vir: Lastni prikaz.

Slika 1: Grafični prikaz vpliva deleža izplačanega dobička za dividende na ceno delnice po različnih teorijah



Vir: Brigham, Daves, 2004, str. 557.

3.4 Oblikovanje dividend v praksi

V prvem delu tega poglavja sem ugotavljala, da so preference investorjev glede dividend in kapitalskega dobička različne. Dejstvo pa je, da se te preference pri posameznikih v času bistveno ne spreminjajo, zato je pomembno, da ima podjetje stabilno politiko dividend. To je pomembno tudi za podjetje samo, saj spremenljiva politika dividend negativno vpliva na investitorjevo oceno tveganosti naložbe. Bolj kot podjetje spreminja višino dividend bolj

bo investitor nesiguren v to, da bo nekoč deležen kapitalskega dobička, zato bo njegova zahtevana stopnja donosa višja, to pa vodi v znižanje cene delnice.

Spremenljiva politika dividend ni priporočljiva za podjetje tudi z vidika teorije signalov. Če na primer podjetje zniža dividende zato, da bo imelo več sredstev za investicije, s tem pošlje investitorjem negativni signal, kar lahko potisne ceno delnice navzdol (Brigham, Daves, 2004, str. 559).

Ključno vprašanje torej je, kako na začetku oblikovati delež dobička za izplačilo dividend, ki ga bo podjetje lahko vzdrževalo tudi na dolgi rok brez bistvenih sprememb.

Pri oblikovanju deleža dobička za izplačilo dividend mora imeti podjetje v mislih dve stvari:

- glavna naloga podjetja je maksimizirati vrednost premoženja delničarjev;
- podjetje mora izplačati dobiček delničarjem, katerim ta dejansko pripada razen, če ga lahko podjetje naloži bolj donosno kot delničar (Brigham, Daves, 2004, str. 561).

Zavedati se moramo tudi, da ne morejo vsa podjetja oblikovati enak delež izplačila za dividende. Podjetja v dobičkonosni in hkrati zreli industriji imajo običajno visok delež izplačila dobička, ker nimajo veliko investicijskih možnosti. Na drugi strani pa imajo nova podjetja v hitro rastočih panogah ta delež nizek, saj potrebujejo denar za mnoge investicijske projekte, ki jim omogočajo rast in razvoj. Taka podjetja torej zadržijo večino dobička in s tem privabljajo nove delničarje, ki preferirajo kapitalске dobičke pred dividendami.

Na splošno bi lahko rekli, da je delež izplačila določenega podjetja funkcija štirih elementov (Brigham, Daves, 2004, str. 561):

- investitorjeve preference: dividende ali kapitalski dobiček;
- investicijski načrti podjetja;
- ciljna struktura kapitala podjetja in
- možnost in stroški pridobitve zunanjih virov financiranja.

V nadaljevanju predstavljam nekaj načinov oblikovanja deleža izplačila dividend, ki jih povzemam po Berku et al. (2002). Vsi sicer niso idealni, vendar se zaradi enostavnosti vseeno uporabljajo tudi v praksi.

3.4.1 Politika preostalega dobička

Ko se podjetje na podlagi tega modela odloča, kolikšen delež dobička bo izplačalo za dividende, postopa v naslednjih korakih:

- najprej določi optimalen investicijski proračun glede na investicijske možnosti;
- ob upoštevanju zelene strukture kapitala podjetja določi potrebna lastna sredstva za financiranje tega proračuna;
- iz dobička poslovnega leta izloči ustrezni del, ki pokriva zahtevo po lastnih sredstvih iz prejšnje točke in
- izplača dividende iz preostalega dobička (Brigham, Daves, 2004, str. 561).

V modelu preostalega dobička lahko določimo delež dobička za izplačilo dividend z naslednjo formulo:

$$\text{dividende} = \text{dobiček} - (\text{zelena struktura kapitala} * \text{investicijski proračun})$$

Primer: Podjetje ima dobiček v višini 1 mio SIT, v prihodnjem letu ima investicijske načrte v višini 800.000,00 SIT, zelena struktura kapitala pa znaša 60%. V tem primeru bo podjetje lahko izplačalo dividende v skupni vrednosti $1.000.000,00 - (800.000,00 * 0,6) = 520.000,00$ SIT. Če ima podjetje investicijske projekte v višini 1,7 mio SIT ali več, dividend ne bo izplačevalo in se bo morda moralo še dodatno zadolžiti.

Iz zgornjega primera lahko vidimo, da so lahko dividende v modelu preostalega dobička zelo spremenljive, ne samo zaradi različnih investicijskih možnosti v različnih letih, ampak tudi zaradi spremenljivega dobička. Rezultat tega so seveda nestabilne dividende. Ker vlagatelji, kot sem že prej ugotovila, večinoma preferirajo stabilne dividende, to vpliva na povišanje zahtevane stopnje donosnosti, kar rezultira v nižji vrednosti delnice in s tem podjetja. Tak končni rezultat seveda ni cilj podjetja, zato bi morale podjetje pri oblikovanju deleža izplačila dobička upoštevati dolgoročne ocene bodočih investicijskih možnosti in bodočih donosov in ne dosledno slediti modelu preostalega dobička.

3.4.2 Politika enakega deleža izplačanega dobička

Podjetje se lahko odloči, da bo vsako leto namenilo izplačilu dividend enak delež čistega dobička. To ni neobičajno pri manjših podjetjih, kjer je manj lastnikov, za velike odprte delniške družbe pa ni v skladu z empiričnimi ugotovitvami, ki kažejo, da so dividende v splošnem precej stabilne in predvidljive, razen če gre za podjetja, ki imajo dokaj stabilne prihodke in denarni tok iz poslovanja (Berk, 2002, str. 181).

3.4.3 Model enakomerno rastočih dividend

Stabilnost dividend v praksi ne pomeni, da mora podjetje vsako leto izplačati isti znesek dividende. Pričakuje se, da bodo dividende rasle skupaj z rastjo prihodkov oziroma čistega dobička. Dividende naj bi torej rasle po neki normalni in konstantni stopnji, ki jo določimo s pomočjo naslednje formule:

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

pri čemer so:

- g – stopnja rasti podjetja (dividend)
- b – delež zadržanega dobička
- d – delež dobička, namenjen za izplačilo dividend (Berk, 2002, str. 181).

Podjetje bo torej vsako leto povečalo dividende za stopnjo g , tudi če bo dobiček drugačen od načrtovanega, zato podjetja, kjer prihodki in denarni tok iz poslovanja močno nihajo, takega modela dividend verjetno ne bodo uporabila.

3.4.4 Model enakih nizkih rednih dividend z dodatnimi dividendami

Podjetja v nestabilnih panogah, predvsem v panogah s ciklično komponento, dolgoročno planirajo bilančni dobiček z nižjo verjetnostjo kot podjetja v stabilnih panogah. V praksi zato mnoga od teh oblikujejo zelo nizko redno dividendo, ki jo lahko vzdržujejo tudi v »slabih časih«. V primeru, da je poslovanje zelo uspešno, izplačajo še dodatno dividendo, za katero investitorji vedo, da je enkratna, zato je ne obravnavajo kot sporočila (signala), da bodo prihodki podjetja (in s tem tudi dividende) tudi v prihodnje visoki. Investitorji tudi izostanek dodatne dividende ne obravnavajo kot signal o slabem bodočem poslovanju (Brigham, Daves, 2004, str. 564).

3.5 Povzetek dejavnikov, ki vplivajo na politiko dividend

Brigham in Daves (2004) razvrščata dejavnike, ki vplivajo na politiko dividend v naslednje štiri skupine:

1. omejitve izplačila dividend;
2. investicijske možnosti in
3. dosegljivost in stroški alternativnih virov sredstev.

1. Omejitve izplačila dividend

- **kreditna zaveza** – banke v ZDA pogosto zavarujejo izplačilo obresti z različnimi omejitvami, kot so omejitve izplačila dividend na višino dobička po odobrenem kreditu ali omejitve izplačila dividend, dokler niso doseženi dogovorjeni minimalni rezultati poslovanja, merjeni z različnimi kazalniki.
- **omejitev prednostnih delnic** – podjetje mora najprej izplačati dividende prednostnim delničarjem, šele nato navadnim delničarjem.

- **gotovina** – denarne dividende so lahko izplačane samo z gotovino, zato mora biti podjetje tekoče likvidno, da lahko izplača dividende. Seveda lahko podjetje pridobi potreben denar z dodatnim zadolževanjem.

2. Investicijske možnosti

- **število investicijskih projektov s pozitivno donosnostjo** – podjetje, ki ima na voljo veliko donosnih investicijskih projektov, bo izplačevalo nizke ali celo ničelne dividende in obratno. Podjetja z malo investicijskimi možnostmi bodo oblikovala visoke dividende.
- **možnost pospešitve ali odloga izvedbe investicijskih projektov** – s časovnim uravnavanjem izvedbe projektov lahko podjetja stabilizirajo svojo politiko dividend. Če ima podjetje v nekem letu slabe poslovne rezultate, lahko z odlogom investicijskih projektov v tem letu oblikuje višje dividende, ko pa so dobički veliki, se lahko odloči za izvedbo dodatnih investicij, da ne bi bilo potrebno izplačati previsokih dividend.

3. Alternativni viri kapitala

- **stroški izdaje novih delnic** – za financiranje načrtovanih investicij lahko podjetje uporabi zadržane dobičke ali izda nove delnice. Odločitev bo odvisna od stroškov izdaje novih delnic vključno z morebitnimi negativnimi signali, ki bi sledili izdaji. Če so ti stroški bistveno višji od obstoječe zahtevane stopnje donosa na lastniški kapital, je za podjetje bolje, da oblikuje nižje dividende, ker bo tako ostalo več dobička za financiranje projektov. Višji stroški izdaje novih delnic so običajno prisotni pri manjših podjetjih, zato ta večkrat oblikujejo nižje dividende.
- **nadzor** – podjetje ne bo izdajalo novih delnic, če se boji izgube nadzora nad podjetjem, zato bo zadržalo večji del dobička, kot bi ga sicer.

Menim, da poleg dejavnikov za oblikovanje dividend, ki jih navajata Brigham in Daves, obstajajo še drugi razlogi, zakaj nekatera podjetja izplačujejo višje, nekatera pa nižje dividende:

- **Zakon**

Po prvem odstavku 368. člena ZGD-F je podjetje iz bilančnega dobička poslovnega leta dolžno izplačati dividende v višini najmanj štiri odstotke vrednosti kapitala.

- **Stabilnost dobičkov**

Nekatera podjetja delujejo v relativno nestabilnih panogah, predvsem zaradi sezonske komponente v njihovi dejavnosti. Takšna podjetja si torej ne morejo privoščiti visokega

deleža izplačanih dividend, ker si morajo v uspešnih letih oblikovati rezerve za tista leta, ko čisti dobiček ne bi zadostoval za izplačilo dividend. Če bi namreč takšna podjetja izplačevala visok delež dobička vsako leto, bi tudi nominalne dividende bolj ali manj nihale. V letih, ko bi podjetje doseglo slabše poslovne rezultate, bi tako morale oblikovati nižje dividende kot v predhodnjem letu, kar bi lahko z vidika teorije signaliziranja negativno vplivalo na vrednost delnice in s tem podjetja.

- **Lastniška struktura**

Lastniška struktura lahko na politiko dividend vpliva v tem smislu, da tista interesna skupina delničarjev, ki ima prevladujoč vpliv na skupščini, uveljavlja svoje zahteve glede izplačila dividend. Vplivi so lahko različni glede na različne interesne skupine, ki imajo večji vpliv.

Pri podjetjih z večinskim notranjim lastništvom se pričakuje črpanje poslovnega rezultata preko plač in ne preko dividend in kapitalskih dobičkov. Notranji lastniki se torej zavzemajo za nizko izplačilo dividend, vendar samo v primeru, da večjih plač ne upoštevamo kot izplačilo dividend v širšem smislu.

Pri večinskem lastništvu managementa se prav tako pričakuje izplačilo nizkega deleža dobička za dividende. V takem primeru izgine problem agenta, saj so managerji in večinski lastniki zelo povezani, zato lahko uresničijo svojo željo po reinvestiranju dobičkov v nove projekte oziroma za zadovoljitev lastnih interesov. Stroški agenta so torej v takem primeru manjši kot pri razpršenem lastništvu.

Za slovenske razmere je značilno, da imata Kapitalska družba in Slovenska odškodninska družba s svojima paradržavnima skladoma KAD in SOD v lasti velike deleže slovenskih podjetij. To pomeni, da bi lahko imela v teh družbah tudi razmeroma velik vpliv na višino izplačanih dividend, vendar se je vpliv v praksi izkazal za neznačilen, čeprav pozitiven (Slapničar, 2003; Slapničar 2004).

Podobno kot za KAD in SOD bi bilo pričakovati velik vpliv pooblaščenih investicijskih družb (PID-i) na višino dividende, vendar se je tudi v tem primeru izkazalo, da je vpliv neznačilen, celo negativen (Slapničar, 2003; Slapničar, 2004).

Iz napisanega lahko vidimo, da je oblikovanje politike dividend precej zahtevna naloga, ki temelji na subjektivnih odločitvah in ne na kvantitativnih izračunih. Poleg tega pa politika dividend ni samostojna odločitev, ampak upošteva tudi odločitev o strukturi kapitala in odločitev o uresničevanju investicijskih projektov.

4 OBLIKOVANJE IN RAZDELITEV BILANČNEGA DOBIČKA V HOLDINGU SAVA, D.D.

4.1 Kratka predstavitev podjetja

Sava d.d. je uspešno podjetje z dolgoletno tradicijo tako v slovenskem prostoru kot tudi v tujini. Ustanovljeno je bilo leta 1920 kot uvozno-izvozna družba z imenom ATLANTA. V začetku je bila njegova glavna dejavnost proizvodnja in prodaja gumarskih izdelkov, predvsem avtomobilskih pnevmatik, s katerimi se je v 80. letih uveljavilo v konkurenci z znanimi svetovnimi proizvajalci, kot so Goodyear, Dunlop, Michelin... Konec 90. let je Sava začela z naložbeno dejavnostjo in prevzemi sorodnih podjetij, pri čemer je bila zelo uspešna. Leta 2002 je Sava obvladovala že 20 podjetij, zato se je odločila iz svojega poslovanja izločiti proizvodnjo gumarskih programov. Preoblikovala se je v holdinško podjetje in tako tudi statusno postala krovna družba, ki danes upravljalško povezuje že 20 hčerinskih podjetij iz šestih dejavnosti: Gumarstvo, Kemija, Trgovina, Turizem, Nepremičnine in Naložbene finance. Holdinška družba skrbi za razvoj, organiziranje in donosnost poslovnega sistema, usmerjanje finančnih naložb in upravljanje poslovne skupine s pomočjo kompetenčnih centrov znanj.

Temeljni cilj na vseh omenjenih področjih je povečevanje konkurenčnosti in širjenje na trge srednje in jugovzhodne Evrope ter na trge nekdanje Jugoslavije. V ta namen podjetja v skupini Sava skrbijo za kakovost izdelkov in varovanje okolja, kar se odraža tudi v pridobljenih certifikatih. Prvi certifikat SIST ISO 9001 so pridobili že v letu 1992, sledili pa so še certifikati kakovosti v turistični dejavnosti v letu 2001 in okoljevarstveni certifikat SIST ISO 14001 v gumarski dejavnosti (Sava, d.d., 2004).

Poslanstvo holdinga Sava, d.d. je povečevati vrednost premoženja družbe z usposabljanjem podjetij v lasti Save za doseganje nadpovprečnega donosa na kapital glede na panogo, v kateri delujejo, in z učinkovitim upravljanjem finančnih naložb (Sava, d.d., 2004). Izpolnjevanje tega poslanstva je pomembno ne samo zaradi neposrednega vpliva na poslovne rezultate podjetja, ampak tudi zaradi vpliva na ceno delnice, ki že od leta 2000 dalje uspešno kotira na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev.

Za dolgoročno uspešnost družbe v holdingu Sava, d.d. skrbijo z mehanizmi, ki varujejo interese delničarjev in drugih deležniških skupin ter zagotavljajo preglednost upravljanja družbe in poslovne skupine. Ti mehanizmi so del dvotirnega sistema vodenja in upravljanja, ki se odraža v dveh organizacijsko in osebno ločenih organih: upravi in nadzornemu svetu, ki med seboj aktivno in kakovostno sodelujeta.

Uprava Save, d.d. je pri tem odgovorna za uspešnost družbe, zasnovo njene vizije in učinkovitost izvajanja zadanih ciljev. Nadzorni svet pa skrbi za dolgoročne interese

družbe, za uresničevanje sprejete strategije ter za povečevanje gospodarske učinkovitosti Save. Nadzorni svet sodeluje pri vseh bistvenih strateških odločitvah, kar pomeni, da uprava vse pomembnejše posle, ki bistveno vplivajo na premoženje ali poslovni rezultat Save, d.d. opravi s soglasjem nadzornega sveta.

Predstavniki vodstva Save, d.d. pa svojo upravljalno vlogo uresničujejo tudi s članstvom v nadzornih svetih odvisnih družb poslovne skupine Sava in tako vse družbe povezujejo v celoto, kjer so v ospredju interesi skupine in cilji odvisnih družb podpirajo cilje obvladujoče družbe.

V nadaljevanju diplomske naloge bom poskušala s teorijo iz prvega dela razložiti prakso predstavljenega podjetja Sava, d.d. Pri analizi oblikovanja bilančnega dobička bom upoštevala bilančni dobiček leta 2002 in 2003. To so tudi edini dosegljivi podatki, saj morajo podjetja oblikovati bilančni dobiček šele od leta 2002, ko je v veljavo stopil ZGD-F. Proučila bom, katere postavke kapitala so se spremenile v teh letih, kako so jih prikazali in katere so bile še ostale možnosti.

Analizirala bom tudi razdelitve bilančnega dobička, ki jih je potrdila skupščina podjetja. Zanimalo me je predvsem, na kakšen način je uprava podjetja določila posamezne postavke za razdelitev in kdo je pri tem še odločal.

Ker Sava vsako leto iz bilančnega dobička nameni del sredstev tudi za izplačilo dividend, sem v zadnjem delu naloge analizirala njihovo dividendno politiko v obdobju 1999-2004 in dejavnike, ki vplivajo nanjo.

4.2 Poraba čistega poslovnega izida Save, d.d.

V poslovnih letih 2002 in 2003 je Sava, d.d. izkazala pozitiven čisti poslovni izid (1.582.895 TSIT v letu 2002 in 1.636.492 TSIT v letu 2003), od katerega je v obeh letih eno polovico razporedila na druge rezerve iz dobička, drugo polovico pa pustila nerazporejeno.

Pri tem je Sava upoštevala vse zakonske določbe glede uporabe čistega poslovnega izida:

- podjetje ni imelo izgube iz preteklih let, katero bi bilo potrebno pokrivati;
- vsota zakonskih in kapitalskih rezerv je že na dan 31.12.2001 znašala 10 % vrednosti osnovnega kapitala (1.720.987 TSIT), zato njihovo dodatno oblikovanje tako v letu 2002 kot tudi v letu 2003 ni bilo potrebno;
- v letu 2002 je družba prodala 9.737 lastnih delnic, za kar je zmanjšala rezerve za lastne deleže in jih prerazporedila v kapitalske rezerve; sprememba je prikazana v izkazu gibanja kapitala Save za leto 2002, iz izračuna bilančnega dobička pa to ne bi bilo možno ugotoviti, ker je šlo za

spremembo v kapitalu in vrednost prodanih delnic ne vpliva na višino bilančnega dobička

- v letu 2003 družba ni trgovala z lastnimi delnicami, zato se rezerve za lastne deleže v tem letu niso spremenile.

Ker Savi ni bilo potrebno razporejati čistega dobička poslovnega leta za katerega od zgoraj omenjenih namenov, se je uprava odločila za razporeditev maksimalnega možnega zneska v druge rezerve iz dobička. Ta je zaradi neodvajanja v druge rezerve v obeh letih znašal polovico celotnega čistega dobička poslovnega leta. Tolikšen delež čistega dobička so prenesli v rezerve iz dobička za namene financiranja investicijskih projektov, za naložbe v druga podjetja, predvsem pa zaradi morebitnih potreb po uravnavanju politike dividend v prihodnosti. Z razporeditvijo dela dobička poslovnega leta v rezerve iz dobička si je uprava podjetja zagotovila tudi diskrecijsko moč nad temi rezervami. Dobiček bi sicer lahko pustila nerazporejen, vendar bi s tem odločanje o teh sredstvih za vedno prepustila skupščini.

4.3 Oblikovanje bilančnega dobička Sava, d.d.

Uporaba čistega dobička poslovnega leta v proučevanem obdobju pa nakazuje tudi že samo oblikovanje bilančnega dobička. Tega je Sava, d.d. izkazala v dodatku k temeljnim računovodskim izkazom v obliki, prikazani v spodnji tabeli.

Tabela 2: Izračun bilančnega dobička družbe Sava, d.d. za leti 2002 in 2003

	IZRAČUN BILANČNEGA DOBIČKA V 000 SIT	
	31.12.2003	31.12.2002
21. ČISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA	1.636.492	1.582.895
22. Preneseni dobiček	5.033.887	5.212.251
23. Zmanjšanje (sprostitvev) kapitalskih rezerv	0	0
24. Zmanjšanje (sprostitvev) rezerv iz dobička	0	0
25. Povečanje (dodatno oblikovanje) rezerv iz dobička	-818.246	-791.447
26. BILANČNI DOBIČEK (BILANČNA IZGUBA) (21+22+23+24+25)	5.852.133	6.003.699

Vir: Letno poročilo družbe Sava, d.d. za leto 2003.

Izračun bilančnega dobička za leto 2002 je izkazan v obliki, ki jo predpisujejo Slovenski računovodski standardi in ZGD-F. Iz njega je razvidno, da je Sava v proučevanem obdobju res oblikovala samo dodatne rezerve iz dobička, ostanek čistega dobička poslovnega leta skupaj s prenesenim dobičkom iz preteklih let pa je namenila za razporeditev po odločitvi skupščine.

Izračun bilančnega dobička za leto 2003 pa je prikazan v okrnjeni obliki, saj je Sava v letu 2003 za izplačilo dividend delničarjem sprostita rezerve iz dobička v znesku 169.556 TSIT, kar v tabeli ni prikazano, je pa razvidno iz izkaza gibanja kapitala za leto 2003 (glej prilogo 3).

4.4 Razdelitev bilančnega dobička v Savi, d.d.

Zakon o gospodarskih družbah določa, da mora uprava podjetja skupščini predložiti revidirano in s strani nadzornega sveta potrjeno letno poročilo skupaj s predlogom za razdelitev bilančnega dobička. Na podlagi tega predloga se skupščina odloča, pri čemer lahko predlog sprejme ali pa zavrne in poda svojega. Dejansko se v Savi predlog za razdelitev bilančnega dobička oziroma postavka dividend že na začetku oblikuje v sodelovanju uprave, nadzornega sveta in skupščine, in sicer na podlagi pogajanj, ki potekajo na eni od rednih sej nadzornega sveta. Uradna potrditev predloga je tako samo formalnost, zato v Savi še ni prišlo do primera, da bi skupščina zavrnila predlog o uporabi bilančnega dobička.

Uprava se torej v sodelovanju z nadzornim svetom in skupščino odloča o delu bilančnega dobička, ki bo namenjen izplačilu dividend. Določanje tega zneska poteka tako, da se najprej izpogaja dividenda na delnico. Ker v Savi želijo ohranjati stabilno politiko dividend, se dividenda na delnico vsako leto korigira s stopnjo rasti življenjskih potrebščin ali z rastjo evra v preteklem letu. Do večjih odstopanj večinoma ne prihaja, se pa končni znesek dividende, odvisno od pogajalskih zahtev delničarjev, večinoma zokroži navzgor. Delež bilančnega dobička za izplačilo dividend v skupnem znesku se dobi z zmnožkom dividende na delnico in številom delnic, ki dajejo pravico do izplačila dividend (vse delnice brez lastnih).

V skladu z ZGD-F so lahko člani uprave in nadzornega sveta upravičeni do nagrade za njihovo delo. Tako določa tudi statut Save, vendar Sava vsako leto iz bilančnega dobička izplača nagrade le članom nadzornega sveta. Uprava, ki jo sestavljajo štiri člani, ki so hkrati tudi zaposleni v podjetju, je za svoje delo nagrajena že pred oblikovanjem bilančnega dobička, ker je to za podjetje ugodnejše. Takšno izplačilo nagrade ima namreč ugoden davčni učinek, saj zmanjšuje davčno osnovo za izračun davka od dobička. Člani nadzornega sveta pa na tak način ne morejo biti nagrajeni, ker v podjetju niso zaposleni.

Znesek nagrade članom nadzornega sveta predstavlja določen odstotek nagrade upravi¹⁸, ta pa je odvisen od izpolnjevanja vnaprej dogovorjenih kriterijev nagrajevanja med upravo in

¹⁸ Točen delež je poslovna skrivnost, ocenjen delež za leto 2002 pa znaša 80%. Tega lahko izračunamo na podlagi podatkov o višini bruto nagrad upravi, ki jih Sava izkazuje med drugimi pojasnili v svojem Letnem poročilu za leto 2002, in podatkov o višini bruto nagrade članom nadzornega sveta, ki so objavljeni v sklepu

nadzornim svetom, ki so definirani v individualnih pogodbah članov uprave. Ti kriteriji so sledeči:

- ustvarjeni dobiček poslovnega leta glede na dobiček preteklega leta;
- ustvarjeni donos na kapital v primerjavi s preteklim letom in s planom, in sicer za celo družbo in po segmentih (gumarstvo, kemija, trgovina, turizem, nepremičnine in naložbene finance);
- uspešnost realizacije investicij;
- dodana vrednost na zaposlenega glede na preteklo leto in
- ekonomska dodana vrednost glede na preteklo leto.

Ponderirana vsota teh kriterijev tvori večkratnik plače, ki bo izplačan kot nagrada za opravljeno delo. Nadzorni svet ima pravico določeni večkratnik tudi zvišati ali znižati – odvisno od uspešnosti dejavnosti, začrtanih investicij in podobno.

Statut Save določa, da so iz bilančnega dobička za svoje delo lahko nagrajeni tudi drugi delavci družbe, vendar Sava tudi tega ne izvaja, saj so delavci že pred tem nagrajeni z božičnico.

Predlog o razdelitvi bilančnega dobička v Savi d.d. torej vsebuje zgoraj opisane kategorije, to so: znesek za izplačilo dividend delničarjem, znesek nagrad članom nadzornega sveta in del bilančnega dobička za dodatne rezerve iz dobička. Preostanek bilančnega dobička skupščina pusti nerazporejen, torej se preostanek prenese za odločanje v prihodnje leto.

4.5 Dividendna politika Save, d.d.

Razdelitev bilančnega dobička, kot sem omenila že v 3. poglavju, je ekonomsko gledano vprašanje politike dividend. V tem podpoglavju se bom zato poglobila v politiko dividend Save, d.d. Poleg analize obstoječe politike dividend bom preverila tudi vpliv določenih dejavnikov na višino izplačanih dividend.

4.5.1 Zgodovina Savine delnice

Sava, d.d. ima pravno obliko delniške družbe šele od leta 1996. Ob preoblikovanju je izdala 1.720.987 rednih imenskih delnic z nominalno vrednostjo 10.000,00 SIT. Sprva se je z njimi trgovalo na prostem trgu, konec leta 1999 pa se je Sava odločila za vstop na Ljubljansko borzo vrednostnih papirjev. V tem obdobju je Sava vsako leto izplačevala dividende, čeprav so na začetku znašale le 100,00 SIT na delnico (Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 2004).

skupščine z dne 11.06.2003. Za leto 2003 tega deleža iz objavljenih podatkov ni možno izračunati, ker prejemki uprave niso dovolj natančno razčlenjeni.

V začetku leta 2000 so bile Savine delnice uvrščene v borzno kotacijo A Ljubljanske borze vrednostnih papirjev. Prve izkušnje kotiranja na borzi so bile za Savo precej težke, saj je bila likvidnost slovenskega trga slaba, pritek tujega kapitala je bil omejen, domače povpraševanje pa majhno. Vse to je povzročalo nenehen pritisk na tečaj Savine delnice. Kljub temu je bila Savina delnica od začetka kotacije dobro likvidna za slovenske borzne razmere, kar je razvidno iz vrednostnega obrata vrednostnega papirja¹⁹, ki je v letu 2000 znašal 0,20 (Sava, d.d., 2004).

Savina delnica je renome dobro likvidne delnice ohranila vse do danes. V prvem kvartalu leta 2003 je vrednostni obrat sicer znašal skromnih 0,04, vendar je bil to odraz splošnega upadanja tečaja v tem obdobju. Po tržni kapitalizaciji je Sava eno izmed petih največjih podjetij na Ljubljanski borzi. Temu primerna je tudi njena udeležba v glavnem slovenskem borznem indeksu, SBI 20, tehtanem s tržno kapitalizacijo delnic petnajstih največjih slovenskih družb, ki kotirajo na Ljubljanski borzi. V tem indeksu je konec leta 2004 Savin delež znašal 10 odstotkov.

Opisana kvaliteta delnice SAVA pa je malo manj razvidna iz spodnje tabele, kjer so prikazani osnovni kazalniki poslovanja podjetja. Vidimo lahko, da je bila dividendna donosnost, ki kaže, kakšno donosnost je investitor ustvaril na osnovi prejetih dividend, v prikazanem obdobju relativno nizka.

Tabela 3: Osnovni podatki in kazalniki za delnico SAVA v obdobju 1999-2003

	1999	2000	2001	2002	2003
Knjigovodska vrednost (v SIT)	26.929	27.646	29.937	30.271	30.659
Čisti dobiček (v mio SIT)	2.515,92	1.285,41	1.594,83	1.582,89	1.636,49
Čisti dobiček na delnico (v SIT)	1.462	747	927	920	951
Dividenda na delnico (v SIT)	440	480	530	546	560
Delež dividende v čistem dobičku	27,1 %	61,9 %	56,8 %	59,3 %	58,9 %
Dividendna donosnost	/	2,9 %	3,2 %	2,0 %	2,0 %
Tržna kapitalizacija	/	28.065	28.409	48.955	48.955
PB – tržna cena kot % knjig. vrednosti	/	59 %	55 %	94 %	90 %

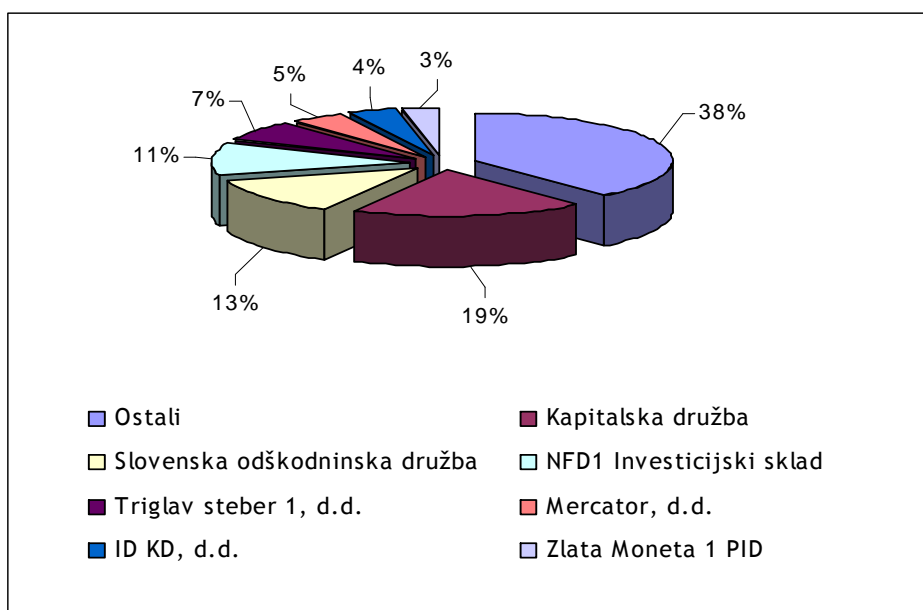
Vir: Letno poročilo Save d.d. za leto 2003.

¹⁹ Vrednostni obrat vrednostnega papirja je razmerje med vrednostnim prometom (vključno z aplikacijami in svežnji) z vrednostnim papirjem v obravnavanem obdobju, množen z razmerjem med dejanskim številom trgovanih dni in razpoložljivim številom trgovanih dni v obravnavanem obdobju, ter povprečno tržno kapitalizacijo vrednostnega papirja v obdobju (glede na stanja na začetku, sredini in koncu obravnavanega obdobja). Vrednostni obrat vrednostnega papirja kaže relativno likvidnost vrednostnega papirja (Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 2004).

4.5.2 Lastniška struktura Save, d.d.

Lastniška struktura je že od vsega začetka Save kot delniške družbe zelo pestra, saj jo je v letih kotiranja na Ljubljanski borzi sestavljalo povprečno 22.802 delničarjev. Lastniško strukturo na dan 31.12.2003 predstavlja spodnja slika.

Slika 2: Lastniška struktura Save, d.d. na dan 31.12.2003



Vir: Letno poročilo Save, d.d. za leto 2003.

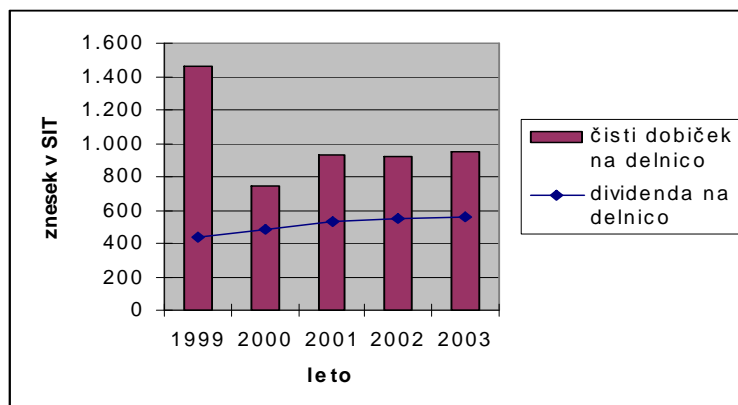
Iz slike je razvidno, da družba nima večinskega lastnika, ima pa veliko majhnih delničarjev, tako pravnih kot tudi fizičnih oseb, ki imajo manj kot 3-odstotni delež, vendar skupaj predstavljajo skoraj 40 odstotkov vseh lastnikov. Kljub temu pa se mali delničarji običajno ne udeležujejo skupščin in ne sodelujejo aktivno pri odločanju o pomembnih zadevah. Ključno vlogo pri upravljanju Save in nadzoru nad njenim delovanjem imajo torej tisti lastniki, katerih lastniški delež presega vsaj 5% vrednosti kapitala (glej zgornjo sliko). Ti lastniki skupaj držijo v rokah kar 55% vrednosti kapitala, zato bi lahko z enotnim nastopom dosegli marsikaj.

4.5.3 Politika dividend v Savi, d.d.

Sava, d.d. predstavlja svojo politiko dividend takole: »Uprava delniške družbe Sava zagovarja dolgoročno stabilno politiko izplačevanja dividend. Ta politika najbolj ustreza potrebam družbe, saj zagotavlja večjo stopnjo predvidljivosti pri poslovnih donosih za delničarje, to pa dolgoročno vpliva tudi na stabilno ceno delnice, podjetju pa omogoča prilagajanje naložbenim in finančnim potrebam. Pri tem Sava upošteva naložbene možnosti in potrebe ter možnosti financiranja teh naložb, hkrati pa je to zanjo vzvod, kadar

želi spremeniti strukturo financiranja, denimo, da z zadržanimi dobički poveča delež lastniškega kapitala in odplača del dolgov. Poleg tega dolgoročna stabilna politika izplačevanja dividend običajno naleti na naklonjenost tudi pri upnikih, saj zmanjšuje njihovo zahtevnost pri obrestnih merah. V skladu z zastavljeno politiko Sava razporeja ustvarjeni dobiček na tisti del, ki ga ponovno investira, in na del, ki se izplačuje delničarjem v skladu z odločitvijo skupščine. Po projekcijah bo Sava v naslednjih letih izplačevala dividendo v povprečju v višini do ene tretjine čistega dobička, s tem da bo skrbela za trdno politiko izplačevanja dividend, vendar v okvirih, ki se spreminjajo odvisno od načrtovanega denarnega toka in naložbenih priložnosti, ki bi se utegnile pokazati v prihodnosti.« (Sava, d.d., 2004)

Slika 3: Analiza gibanja čistega dobička na delnico in dividende na delnico v letih 1999-2003



Vir: Letna poročila Save, d.d.

Iz zgornjega opisa dividendne politike Save, d.d. in grafične predstavitve gibanja dividende v zadnjem petletju je razvidno, da družba v praksi ne uporablja samo enega načina oblikovanja dividend, ki sem jih opisala v poglavju 2.4, ampak kombinira:

- politiko preostalega dobička;
- politiko enakega deleža izplačanih dividend in
- politiko enakomerno rastočih dividend.

Uprava Save pri opisu svoje politike dividend navaja, da pri določanju višine dividend za izplačilo upošteva potreben obseg sredstev za načrtovane investicije in hkrati želeno strukturo financiranja. Če bi bilo to res, bi bil to tipičen primer politike preostalega dobička, toda ta del politike dividend se dejansko ne izvaja. V Savi namreč ne gre za običajne investicijske projekte, saj se Savina investicijska politika nanaša predvsem na finančne naložbe v druga podjetja, to pa je težje predvidljivo. Kljub temu pa uprava del čistega dobička poslovnega leta v postopku oblikovanja bilančnega dobička prenese v druge rezerve iz dobička. O izločenih sredstvih torej skupščina ne odloča, lahko pa na

predlog uprave iz bilančnega dobička izloči še dodatna sredstva za namene financiranja investicijskih projektov za naslednje leto.

Politiko enakega deleža izplačanih dividend za razliko od prve v Savi dejansko izvaja skupščina. Iz bilančnega dobička poslovnega leta sama oziroma na predlog uprave določi delež, ki se bo izplačal v obliki dividend. Skupščina pa se te politike ne drži dosledno. To lahko razberemo iz zgornjega grafa, kjer je bil delež izplačanih dividend v čistem dobičku poslovnega leta 1999 bistveno nižji kot v naslednjih letih. S preračunom podatkov iz tabele 4 lahko ugotovimo, da je bil ta delež v obdobju 2000-2003 približno 60 %, kar je bistveno več od željenih oziroma načrtovanih 30 %.

Če bo Sava želela izplačevati približno tretjino čistega dobička poslovnega leta in hkrati ohranjati stabilno dividendo, bo morala v prihodnjih letih močno povečati čisti dobiček poslovnega leta. Ker se Sava ukvarja predvsem z upravljanjem svojih hčerinskih podjetij in finančnimi naložbami, je njen dobiček odvisen od uspešnosti poslovanja teh podjetij in od transakcij z drugimi vrednostnimi papirji. Mogoče bi Sava lahko povečala svoj dobiček na račun turistične dejavnosti, saj s svojimi naložbami v turizmu postaja eno najmočnejših turističnih podjetij v Sloveniji (Drakulič, 2004), vendar kljub temu menim, da je cilj izplačevati 30 % čistega dobička poslovnega leta za dividende za Savo težko dosegljiv.

Za delničarje, predvsem delničarje fizične osebe, pa omenjeni politiki dividend nista tako pomembni in mogoče tudi ne poznani. Za njih je namreč najbolj pomembna stabilnost dividend, kar seveda ne pomeni, da morajo biti dividende nominalno vsako leto enake. Bolj pomembno je, da ohranjajo realno vrednost v času. Savine dividende so v zadnjih petih letih, kot prikazuje spodnja tabela, približno realno naraščale.

Tabela 4: Analiza realne stabilnosti dividend Save, d.d. v obdobju 1999-2003

	1999	2000	2001	2002	2003
Dividenda na delnico	440	480	530	546	560
indeks rasti dividende	110,0	109,1	110,4	103,0	102,6
Indeks rasti cen življ. potrebščin	106,1	108,9	108,4	107,5	105,6

Vir: Lastni izračun in Statistični letopis RS 2004, 2004.

Ta politika dividend v Savi se zdi kot preferenčna, saj so bile dividende v zadnjih letih relativno stabilne, pri čemer pa podjetje ni izplačalo samo tretjino čistega dobička poslovnega leta, ampak skoraj dvakrat toliko. Poleg tega pri oblikovanju dividend niso upoštevali politike preostalega dobička. V marcu 2004 so namreč za financiranje projekta Panonske terme izdali celo nove delnice. Najbolj pomembna je torej stabilnost dividende.

4.5.4 Aplikacija nekaterih teoretičnih spoznanj o politiki dividend

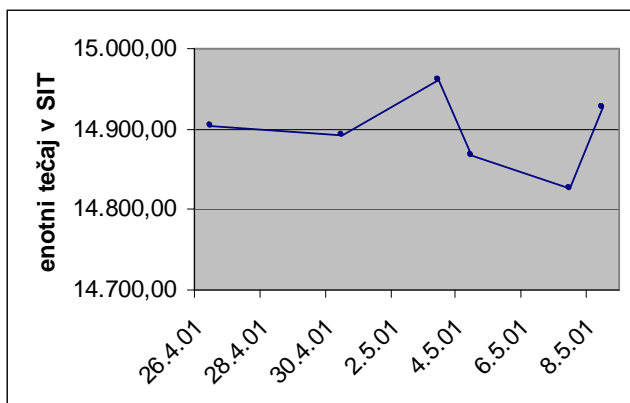
4.5.4.1 TEORIJA SIGNALIZIRANJA

Bistvo teorije signaliziranja je, da delničarji na podlagi signalov, ki jih dajejo podjetja v obliki dividend, sklepajo o bodočem poslovanju podjetja. Seveda lahko delničarji predvidijo dolgoročne in kratkoročne spremembe tudi na podlagi drugih signalov iz gospodarstva (razmere na svetovnem trgu nafte, novice o prevzemih ...). V skladu s signali se po ugotovitvah mnogih avtorjev giblje tudi cena delnice.

Po mnenju vodstva Save, d.d. in njihovih nekajletnih izkušnjah kotiranja na borzi povišanje dividende ne vpliva bistveno na tečaj delnice. Mogoče je vpliv nevtralen zato, ker je vsakoletno povišanje dividende minimalno in hkrati pričakovano. Vsako leto gre namreč bolj za realno rast kot pa za nadpovprečno. Kljub temu v Savi menijo, da tudi nadpovprečen dvig dividende ne bi vplival na tečaj delnice. Povišala bi se samo pričakovanja glede višine dividende za prihodnje leto. To lahko povežemo tudi s Fullerjevo (2003) teorijo signaliziranja, kjer je odziv cene delnice na spremembo dividende vedno manjši z večanjem deleža obveščenih delničarjev v lastniški strukturi podjetja. Sava je namreč kot družba v borzni kotaciji na Ljubljanski borzi dolžna dosledno obveščati delničarje o poslovnih dogodkih, ki bi lahko vplivali na ceno delnice, kar je v skladu s pravili borze in tega se tudi drži. Delničarji naj bi bili torej dobro informirani, zato ne reagirajo na spremembo dividende. Prav tako je bil odziv cene delnice ob izdaji novih delnic v marcu 2004 precej nevtralen. Delničarji tega dogodka niso sprejeli kot negativni signal, ker so bili dobro obveščeni, da se nove delnice izdaja za financiranje projekta Terme 3000.

Kako pa je objavljena višina dividende dejansko vplivala na tečaj delnice sem preverila z analizo gibanja enotnega tečaja delnice v dneh objave dividende za izplačilo. Datume objave predlaganih dividend za izplačilo za posamezno leto sem dobila v časniku Finance in v uradnih objavah na Ljubljanski borzi. Presenetljivo je to, da je časnik Finance v letih 2002 in 2003 objavil predlagano višino dividende pred uradno objavo novice na borzi. Zaradi tega odstopanja sem za analizo upoštevala podatke od datuma prve objave višine dividende dalje, in sicer sem v analizo zajela enotne tečaje delnice SAVA v prvih petih trgovanjskih dneh od datuma objave, vključno z zadnjim datumom pred objavo, ki predstavlja izhodiščno točko. Gibanje tečajev v opazovanih dneh po letih od 2001 do 2004 prikazujem v spodnjih grafih. Za leto 2000 datum objave predloga dividende ni znan, zato analiza gibanja tečajev za to leto ni možna.

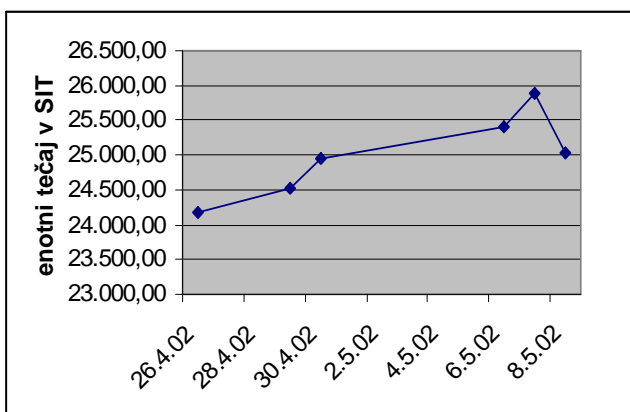
Slika 4: Gibanje enotnega tečaja delnice SAVA ob objavi predlagane dividende 480,00 SIT na dan 29.04.2001



V prvem trgovalnem dnevu po objavi višine dividende je tečaj delnice ostal skoraj nespremenjen. Padel je le za 0,07 %. V naslednjih dneh je bilo gibanje sicer bolj razgibano, kljub temu pa je enotni tečaj v proučevanem obdobju povprečno naraščal za 0,03 % na trgovalni dan, kar je zanemarljivo malo.

Vir: Lasten izračun.

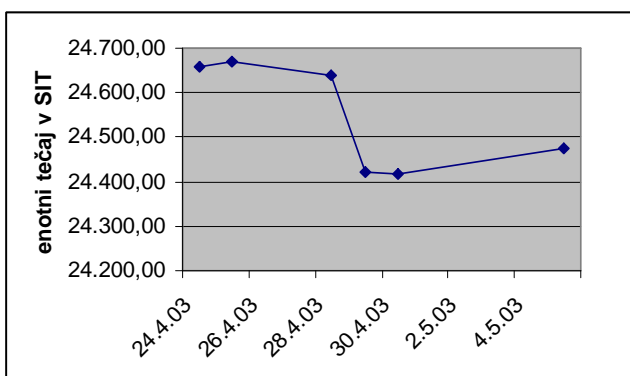
Slika 5: Gibanje enotnega tečaja delnice SAVA ob objavi predlagane dividende 530,00 SIT na dan 28.04.2002



V letu 2002 je bil predlog dividende za izplačilo objavljen ravno v obdobju že siceršnje nadpovprečne rasti tečaja. V obdobju od 01.03. do 07.05. 2002 je enotni tečaj delnice SAVA narasel kar za 40,05 %, v proučevanem obdobju pa je rast znašala 3,54 % oziroma povprečno 0,71 % na trgovalni dan.

Vir: Lasten izračun.

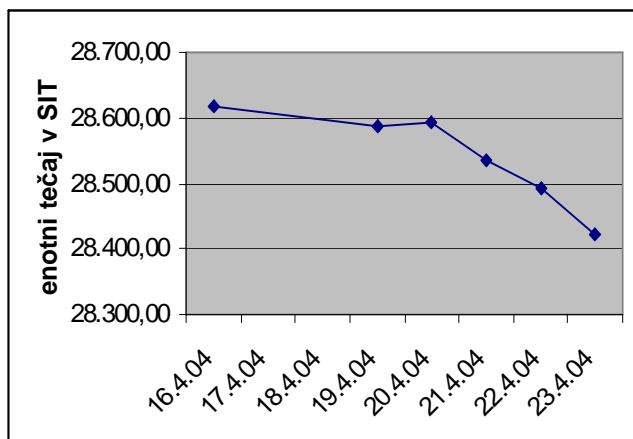
Slika 6: Gibanje enotnega tečaja delnice SAVA ob objavi predlagane dividende 546,00 SIT na dan 25.04.2003



V tem obdobju je tečaj doživel en velik dnevni padec v višini 0,89 %, ki bi ga mogoče lahko povezali z objavo višine dividende. Ta je namreč znašala le 546 tolarjev oziroma 3 % več kot v predhodnem letu, zato je možno, da so bili delničarji razočarani. Kljub temu si je tečaj kmalu opomogel tako, da je povprečen padec v tem obdobju znašal le 0,15 % na trgovalni dan.

Vir: Lasten izračun.

Slika 7: Gibanje enotnega tečaja delnice SAVA ob objavi predlagane dividende 560,00 SIT na dan 19.04.2004.



Tudi v letu 2004 je bila objavljena dividenda relativno nizka, saj je glede na leto 2003 narastla le za 2,6 %. V skladu s tem se je gibal tudi tečaj delnice, ki je v proučevanem obdobju upadel povprečno za 0,14 % na trgovanjski dan.

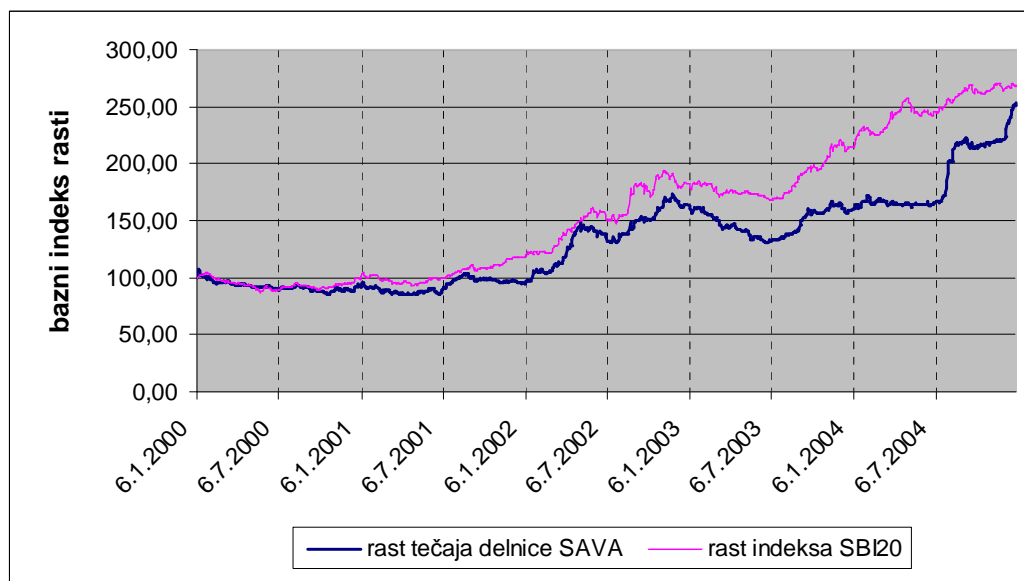
Vir: Lasten izračun.

Iz zgornjih analiz lahko sklepamo, da dividendna politika, kljub nasprotnemu mišljenju uprave Save, d.d., ima vpliv na tečaj njihove delnice. To lahko vidimo predvsem iz analiz v letih 2003 in 2004, ko je bila rast dividende minimalna. Ker je bila objavljena dividenda nižja, kot so delničarji verjetno pričakovali, je tečaj delnice padel. To lahko interpretiramo v smislu teorije pozitivnega vpliva oziroma teorije signaliziranja.

Na takšno gibanje tečaja pa je lahko vplivala tudi kaka druga informacija, ki je v analizi nisem upoštevala. V Savi na primer vidijo vzroke za gibanje tečaja delnice predvsem v govoricah o prevzemih. V zadnjih letih se Sava veliko ukvarja s prevzemi oziroma naložbami v podjetja, predvsem v turistični dejavnosti. Tako si je izoblikovala skupino hčerinskih podjetij, s katerimi sedaj upravlja. Na tečaj Savine delnice lahko zato vplivajo tudi govorice v zvezi s katero od družb v poslovni skupini Sava. Zato moramo pri proučevanju gibanja tečaja opazovati ne le Savo, d.d., ampak tudi vse njene hčerinske družbe oziroma poslovno skupino Sava kot celoto.

Da bi lahko potrdila trditev o gibanju tečaja glede na govorice o prevzemih, sem proučila vzroke za pet največjih vzponov oziroma padcev enotnega tečaja delnice SAVA v obdobju 2000 – 2004, ki so razvidni tudi iz spodnje slike, in jih primerjala z rastjo borznega indeksa SBI20.

Slika 8: Gibanje enotnega tečaja delnice SAVA in borznega indeksa SBI20 v obdobju 06.01.2000 – 31.12.2004



Vir: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 2005.

- V obdobju 01.03.2002 – 07.05.2002 je tečaj delnice SAVA porasel za 41,38 % oziroma za povprečno 0,94 % na trgovalni dan. V tem času so se pojavljale govorice o prodaji 20-odstotnega deleža Save, d.d. v Savi Tires, d.o.o. koncernu Goodyear, vendar je bil tudi SBI20 v porastu.
- Od 31.07.2002 do 28.11.2002 je tečaj zopet vztrajno rasel, in sicer za povprečno 0,36 % na trgovalni dan. V tem obdobju je bilo poslovanje poslovne skupine Sava zelo uspešno, saj je prejela različna priznanja na področju varovanja okolja in razvoja turizma na Gorenjskem. Poleg tega je hčerinska družba Sava-Schäfer, d.o.o. v novembru dosegla rekordno mesečno prodajo zadnjih petih let. Borzni tečaj pa je, podobno kot tečaj drugih delnic v borzni kotaciji, še posebno hitro naraščal v oktobru in novembru zaradi povečane likvidnosti borznega trga ob prevzemni ponudbi Novartisa za prevzem Leka d.d. Tečaj delnice SAVA je dosegel vrh 28.11.2002, ko je znašal 130 % vrednosti izhodiščnega tečaja.
- V naslednjih šestih mesecih (29.11.2002 – 24.06.2003) sta gospodarstvo in s tem tudi Sava doživljala »treznitev«, saj so delničarji, ki so pred in med prevzemom špekulativno kupovali delnice, le-te začeli prodajati. Tečaj je zdrsnil skoraj na vrednost pred prevzemom. V obdobju 29.11.2002 – 27.06.2003 je upadel za 75,34 %, kar predstavlja povprečen 0,54 % padec tečaja na trgovalni dan.

- Ponoven skok je Savina delnica doživela v septembru 2003, ko je v 15. trgovanjskih dneh na borzi (od 05.09. do 25.09.2003) tečaj porastel za 12,51 % oziroma 0,83 % na trgovanjski dan. V Savi ta porast in tudi splošno rast tečaja v drugem polletju 2003 pripisujejo hitremu upadanju inflacije in posledično tudi obrestnih mer za vezane depozite. To naj bi vzpodbudilo bančne varčevalce v preusmeritev na varčevanje z vrednostnimi papirji, zato se je povečalo povpraševanje po delnicah, kar je potisnilo njihove tečaje navzgor. Splošni rasti tečaja delnice SAVA so botrovale tudi napovedi dobrih rezultatov.
- Največji porast tečaja, tudi glede na SBI20, je Savina delnica doživela poleti 2004. V obdobju 31-ih trgovanjskih dni od 19.07 do 31.08.2004 je tečaj rasel za povprečno 1 % oziroma skupaj za 31,39 %. Borzni analitiki pripisujejo porast tečaja predvsem ugotovitvi, da ima Sava knjiženo svojo naložbo v Gorenjsko banko po naložbeni metodi, katere vrednost dosega komaj 60 odstotkov tržne vrednosti delnice. S prodajo te naložbe bi po oceni časnika Finance Sava realizirala 13.811 tolarjev dobička na delnico (Grahek, 2004). Vzrok za takšen porast pa bi lahko bila tudi izvolitev novega predsednika nadzornega sveta Sava, d.d. in njegovega namestnika.

Na podlagi zgornjih analiz gibanja enotnega tečaja delnice SAVA v primerjavi z gibanjem indeksa SBI20 ugotavljam, da na vrednost tečaja bolj kot vrednost izplačane dividende vpliva splošno dogajanje v gospodarstvu in dogodki, ki so neposredno povezani s poslovno skupino Sava. Kljub temu pa povezanost med gibanjem teh dveh spremenljivk ni tako močna, kot je mogoče razvidno iz slike, saj je v izračun vrednosti borznega indeksa SBI20 vključena tudi delnica SAVA, zato gibanje tečaja te delnice delno vpliva tudi na gibanje SBI20. Vsekakor pa vsi omenjeni dogodki dajejo signal o bodočem dobičku podjetja, vendar teorija signaliziranja trdi, da so izplačane dividende tiste, ki signalizirajo o bodočih oziroma celo sedanjem dobičku podjetja. V skladu s temi ugotovitvami bi težko našla dokaze za veljavnost teorije signaliziranja, vendar menim, da je analiza gibanja tečaja delnice SAVA pomanjkljiva, saj v proučevanem obdobju ni bilo velikih in nepričakovanih sprememb v višini izplačane dividende. Prav tako se ta ni nikoli realno znižala. Dokler bo torej Sava uresničevala stabilno politiko dividend, višina le-teh ne bo vplivala na vrednost enotnega tečaja delnice in s tem na vrednost podjetja.

4.5.4.2 TEORIJA KLIENTOV

Teorija klientov predvideva, da obstajajo skupine delničarjev, ki imajo različne preference glede izplačila dividend in kapitalskih dobičkov, ker so njihovi dohodki iz tega naslova različno obdavčeni. V Sloveniji so dividende fizičnim osebam celo dvojno obdavčene, medtem ko večini pravnim osebam dividende niso obdavčene. V skladu s temi dejstvi je pričakovati, da bodo delničarji fizične osebe preferirali kapitalski dobiček pred dividendami, pravne osebe pa ravno obratno.

V lastniški strukturi Save sta prisotni obe skupini delničarjev: fizične in pravne osebe. Po podatkih vodstva Save, fizične osebe in večina pravnih oseb obravnava lastništvo nad Savinimi delnicami kot dogoročno naložbo, zato se ne zavzemajo za redno izplačilo dividend. To lahko pomeni, da preferirajo kapitalske dobičke pred dividendami ali pa so enostavno premajhni, da bi lahko vplivali na odločitev podjetja o izplačilu dividend. Takšne moči nimata niti slovenska paradržavna sklada Kapitalske družbe in Slovenske odškodninske družbe, ki se vsako leto sicer zavzemata za izplačilo dividend.

Približno 30 % lastništva Save pa imajo v rokah tudi različne družbe za upravljanje, za katere je podobno kot za državna sklada značilno, da preferirajo določen nivo dividend, ker potrebujejo denarna sredstva za izplačilo obljubljenih donosov svojim investitorjem. Do potrebnih denarnih sredstev lahko pridejo v primeru, ko podjetja izplačajo dividende, ali s prodajo dela svojega portfelja naložb. Prodaja delnic najboljših podjetij, dolgoročno gledano, ni smiselna, prodaja delnic manj privlačnih podjetij pa ne omogoča zadostnega pritoka zaželenih denarnih sredstev. Kljub temu pa v Savi, po podatkih uprave, do pritiskov na višino izplačanih dividend s strani teh družb ne prihaja.

4.5.4.3 TEORIJA STROŠKOV AGENTOV

Kot sem prikazala na Sliki 2 (stran 30), ima Sava relativno pestro lastniško strukturo, kljub temu pa vsota deležev njenih petih največjih delničarjev (KAD, SOD, NFD1 Investicijski sklad, Triglav steber 1 in Mercator, d.d.) predstavlja večino vseh glasov. Če bi se torej ti delničarji uspešno povezali med seboj, bi lahko s skladnim delovanjem uravnavali problem agenta in dosegli marsikatero spremembo v podjetju. Dejansko ta povezanost Savinih največjih delničarjev ne obstaja oziroma ni jasno izkazana, kljub temu pa menim, da je bolj pomembno, da lastniki preko nadzornega sveta sproti nadzorujejo poslovanje podjetja. Tako obstaja manjša verjetnost, da bi v podjetju prišlo do nepredvidene situacije, ki bi zahtevala skladno odločitev delničarjev.

V Savi so stiki nadzornega sveta z upravo podjetja dobro urejeni. Uprava podjetja na rednih sejah nadzornega sveta, ki so organizirane najmanj petkrat letno, razumljivo in pravočasno poroča nadzornemu svetu o vseh zadevah, ki se nanašajo na strateško načrtovanje, razvoj poslovanja, o vprašanjih, vezanih na tveganje in obvladovanje tveganj, in se z njim dogovarja o korporativni strategiji razvoja. Za določene transakcije, kot je na primer razpolaganje z lastniškimi deleži v drugih družbah nad vrednostjo 20 odstotkov osnovnega kapitala družbe, mora uprava Save pridobiti tudi soglasje nadzornega sveta. Na drugi strani pa nadzorni svet izvaja nadzor nad delovanjem podjetja z izvolitvijo članov uprave. Za pregled in potrditev letnega poročila Save nadzorni svet tudi oblikuje posebno komisijo oziroma revizijski odbor, ki je sestavljena iz nekaterih članov nadzornega sveta.

Pri nadzoru podjetja imajo možnost sodelovati tudi vsi delničarji podjetja, in sicer enkrat letno na skupščini delničarjev. Takrat lahko od uprave zahtevajo informacije glede zadev, povezanih z dnevnim redom skupščine, do obsega, ki je potreben za njihovo presojo o stvareh družbe. Svoje interese pa lahko uveljavljajo tudi z izvolitvijo ali razrešitvijo članov nadzornega sveta.

Na prvi pogled se torej zdi, da so stroški agentov v Savi obvladljivi z mehanizmi neposrednega nadzora, zato nadzora nad managerji ni potrebno izvajati preko politike dividend. Vendar pa to ni nujno, da dejansko drži. V Savi je povezanost uprave in nadzornega sveta velika, majhni delničarji pa nimajo pomembnega vpliva na odločitve v podjetju. Sproti so sicer obveščeni o pomembnih dogodkih, vendar nanje ne morejo vplivati. Iz tega lahko sklepamo, da v Savi obstaja možnost obstoja relativno visokih stroškov agenta.

To ugotovitev lahko utemeljujemo tudi z vidika lastniške strukture, če priznamo veljavnost Guglerjeve (2003) teorije stroškov agentov, kjer imajo podjetja v državni lasti višje stroške agentov. V zadnjih nekaj letih imata namreč slovenska paradržavna sklada nekaj preko 30% lastništvo nad Savo. Oba si vsako leto tudi zavzemata za višje dividende, kar si lahko razlagamo tako, da imata sklada s tako velikim deležem gotovo večje interese po nadzoru in obveščeni o dogajanju v podjetju kot mali delničarji. To pomeni, da so bolj seznanjeni z morebitno negospodarno uporabo sredstev, kar je eden od osnovnih problemov agentov.

Drugi problem agentov pa je pomanjkanje nadzora nad poslovanjem podjetja s strani finančnih institucij. Če podjetje izplačuje visoke dividende, si s tem zmanjšuje prosta denarna sredstva, zato se mora pogosto zadolževati na finančnem trgu, s tem pa se povečuje nadzor nad delovanjem podjetja in zmanjšuje problem agenta. Sava se za financiranje svojih projektov pogosto, večinoma kratkoročno, zadolžuje pri različnih slovenskih bankah. Vendar pa pri kratkoročnih kreditih banke ne izvajajo tako strogega nadzora nad podjetjem kot pri dolgoročnih kreditih, zato lahko rečem, da Sava ni preveč izpostavljena nadzoru bank. Sava ima najete tudi dolgoročne kredite v Sloveniji in tujini, vendar so obveznosti iz tega naslova skupaj s kratkoročnimi krediti na dan 31.12.2003 predstavljale le 25% vrednosti kapitala. Tudi to torej nakazuje na nizko stopnjo nadzora finančnih institucij nad delovanjem Save, kar lahko negativno vpliva na problem agenta.

5 SKLEP

Novi Slovenski računovodski standardi in Zakon o gospodarskih družbah sta v Sloveniji popolnoma spremenila do leta 2002 veljavne pogoje in osnovo za razdelitev dobička med delničarje in za druge namene. Zgledovala sta se po nemški zakonodaji (Kocbek, 2002) in vpeljala pojem bilančnega dobička. Njegovo oblikovanje je natančno določeno in dopušča

le malo odstopanj. Najpomembnejša novost je ta, da mora podjetje iz čistega dobička tekočega leta najprej v celoti pokrivati morebitno preneseno izgubo, kar je bilo po starem zakonu možno narediti v petih letih pozitivnega poslovanja. Iz preostanka dobička po pokrivanju izgube mora podjetje oblikovati posamezne rezerve iz dobička, in sicer do višine, ki jo določa ZGD-F. Takšno porabo se nato prikaže v oblikovanju bilančnega dobička, kjer podjetje omenjenim odvajanjem doda še morebitni preneseni dobiček, lahko pa se odloči tudi za sprostitev presežnih rezerv iz dobička. Vse skupaj, kar mora biti prikazano v točno določenem zaporedju, tvori bilančni dobiček, ki je namenjen razdelitvi za različne namene.

Iz zgornjega vidimo, da je dejavnik, ki vpliva na oblikovanje bilančnega dobička, lahko predvsem eden – zakon. To sicer velja bolj za novoustanovljena podjetja, ki dosegajo svoje prve pozitivne rezultate v poslovanju. Podjetja, ki so na trgu prisotna že dalj časa in dalj časa izkazujejo tudi dobiček, imajo že oblikovane rezerve, zato pri oblikovanju bilančnega dobička niso tako omejena. Z izkazanim dobičkom lahko prosto razpolagajo, saj so ustrezne rezerve oblikovali že pred leti. Takšna podjetja, ki jih je seveda večina vseh podjetij v Sloveniji, imajo torej nekaj »manevskega prostora« pri sproščanju in oblikovanju drugih rezerv iz dobička, s čimer uravnavajo dolgoročno stabilnost razpoložljivega dobička za razdelitev. Pri takšnem uravnavanju dobička pa ne gre več toliko za vprašanje oblikovanja bilančnega dobička, temveč za vprašanje razdelitve le-tega, saj uprava družbe na ta način običajno uravnava dividendno politiko podjetja. Prav to se dogaja tudi v Savi, kjer vsako leto kar polovico čistega dobička poslovnega leta razporedijo v druge rezerve iz dobička.

Pri analizi dejavnikov razdelitve bilančnega dobička v Savi pa sem prišla do spoznanja, da je v praksi razdelitev bilančnega dobička, predvsem pa oblikovanje politike dividend preveč kompleksna naloga, da bi podjetje lahko resnično upoštevalo večino teoretičnih dejavnikov, ki sem jih navedla v poglavju 3.5. Kljub temu sem opazila vpliv nekaterih dejavnikov, bodisi da jih podjetje upošteva zavedno bodisi nezavedno.

V Savi je pri razdelitvi bilančnega dobička najpomembnejša postavka absolutna vrednost dividende v preteklih letih. Z analizo gibanja dividend Savine delnice v zadnjih petih letih sem ugotovila, da pri oblikovanju dividende zasledujejo stabilno politiko dividend, pri čemer skušajo upoštevati rahlo realno rast. Na končni znesek dividende pa vpliva tudi lastniška struktura podjetja, saj se po besedah vodstva družbe, končna dividenda oblikuje tudi glede na pritiske skladov KAD in SOD. Ker je bil znesek osnovnega kapitala v proučevanih letih vedno enak, dividende pa so vsako leto rastle, je bila avtomatično izpolnjena in presežena tudi zakonska določba o minimalnih dividendah glede na kapital.

Sava pri oblikovanju dividend ne upošteva investicijske politike podjetja, prav tako ne prostih denarnih sredstev in stroškov nove izdaje delnic, še najmanj pa jih je strah

povečanega nadzora nad podjetjem, saj je lastniška struktura že tako dovolj razgibana, da je nadzor nad podjetjem zadovoljiv.

Poleg izplačila dividend pa ZGD-F in SRS določata tudi druge možnosti za razdelitev bilančnega dobička. V Savi zato vsako leto ugotovljeni bilančni dobiček namenijo tudi za nagrade nadzornemu svetu, medtem ko upravi in zaposlenim ne izplačujejo nagrad iz dobička, čeprav jim statut družbe to dopušča. Njih nagrajujejo že pred oblikovanjem bilančnega dobička v breme poslovnih odhodkov zaradi davčnega učinka. Na višino nagrade članom nadzornega sveta posredno vplivajo kriteriji za nagrajevanje uprave, ki so določeni v njihovih individualnih pogodbah. Ta vpliv je posreden zato, ker je nagrada nadzornemu svetu vezana na nagrado upravi v določenem letu.

V diplomskem delu sem z namenom ugotavljanja dejavnikov, ki vplivajo na dividendo Savine delnice, želela preveriti tudi, kako politika dividend dejansko vpliva na vrednost podjetja oziroma na tečaj delnice podjetja. Ali velja nevtralna, pozitivna ali negativna teorija vpliva. Na primeru Save sem ugotovila, da znesek izplačanih dividend v določenem letu ne vpliva bistveno na spremembo tečaja delnice. Pri tem je seveda potrebno poudariti, da v letih, v katerih sem proučevala omenjene spremembe, ni bilo bistvenih in nepričakovanih sprememb višine izplačane dividende, poleg tega pa so delničarji relativno dobro obveščeni o dogajanju v Savi. Ugotovljena nevtralnost politike dividend torej ni nujno, da bi veljala pri vsaki spremembi dividende.

Pri analizi zgoraj omenjene odvisnosti sem šla še malo dlje in poskušala ugotoviti, katere izvedene teorije politike dividend pojasnjujejo dividendno politiko Save. Ugotovila sem, da jo še najbolj pojasnjuje teorija stroškov agentov, in sicer zato, ker država s svojima skladoma obvladuje relativno velik lasntiški delež Save, pri tem pa si oba prizadevata za izplačilo visokih dividend. Oboje nakazuje na relativno visoke stroške agentov, čeprav se zdi, da se izvaja dober nadzor nad delovanjem podjetja. Menim, da v tako majhnem gospodarskem prostoru, kot je slovenski, nadzor ne more biti kvalitetno izvajan, ker so podjetja med sabo vse preveč povezana in pogosto sodelujejo, mali delničarji pa se morajo zadovoljiti s preostankom.

V dipomskem delu sem ugotavljala tudi pojasnjenost dividendne politike Save s teorijo signaliziranja in v nasprotju s pričakovanji ugotovila, da je povezanosti med gibanjem tečaja delnice in višino izplačane dividende neizrazita. Gibanje tečaja v proučevanem obdobju tudi ni bilo v neposredni povezanosti z drugimi signali, ki se nanašajo neposredno na poslovanje Save. Največji vpliv na gibanje tečaja delnice SAVA tako kaže pripisati splošnim razmeram v gospodarstvu (splošna večja likvidnost, nižanje obrestnih mer vezanih bančnih vlog ipd.).

Na splošno lahko rečem, da pozna teorija mnogo dejavnikov, ki vplivajo na razdelitev bilančnega dobička oziroma na politiko dividend. Toda v praksi je oblikovanje ustrezne višine dividende zelo kompleksna naloga, zato mnoga podjetja verjetno nimajo ne časa ne sredstev za upoštevanje teh dejavnikov. Mogoče je problem tudi v pomanjkljivem teoretičnem znanju managerjev, zato so njihove odločitve vse prevečkrat odraz njihove intuicije in pritiskov najmočnejših lastnikov.

LITERATURA

1. Aivazian Varouj, Booth Laurence, Cleary Sean: Dividend Policy and the organisation of capital markets. *Journal of Multinational Financial Management*, Toronto, 2003, 13, str. 101-121.
2. Allen Franklin, Bernardo Antonio E., Welch Ivo: A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. B. k., 1999. 62 str.
3. Benartzi Shlomo, Michaely Roni, Thaler Richard: Do changes in dividends signal the future or the past? *Journal of Finance*, New York, 1997, 52, str. 1007-1034.
4. Berk Aleš, Lončarski Igor, Zajc Peter: Poslovne finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 292 str.
5. Bernhardt Dan, Douglas Alan, Robertson Fiona: Testing dividend signaling models. *Journal of Empirical Finance*, Amsterdam, 2005, 12, str. 77-98.
6. Bhattacharya S.: Imperfect Information, Dividend Policy, and »the Bird in the Hand« Fallacy. *Bell Journal of Economics*, New York, 1979, 10, str. 259-270.
7. Borokhovich Kenneth A. et al.: Dividends, Corporate Monitors and Agency Costs. *The Financial Review*, Buffalo, 2005, 40, str. 37-65.
8. Brav Alon et al.: Payout policy in the 21th century. Cambridge : National Bureau of Economic Research, 2003. 40 str.
9. Brennan, M.J.: Taxes, market valuation and corporate financial policy. *National Tax Journal*, Columbus, 1970, 23, str. 417-427.
10. Brigham Eugene F., Daves Phillip R.: Intermediate financial management. Eighth Edition, Masson : University of Florida, 2004, 1038 str.

11. Chetty Raj, Saez Emmanuel: Dividend Taxes and Corporate Behaviour: Evidence from the 2003 Dividend Tax Cut. Chicago : UC Berkeley and NBER, 2004. 9 str.
12. Drakulič Igor: Sava bregov ne dere potiho. Družinski delničar, Ljubljana, 87, 2004, str. 44-45.
13. Fuller Kathleen P.: The impact of informed trading on dividend signaling: a theoretical and empirical examination. Journal of Corporate Finance, Amsterdam, 2003, 9, str. 385-407.
14. Gordon M.: Dividends, Earnings, and Stock Prices. Review of Economics and Statistics, Amsterdam, 1959, 41, str. 99-205.
15. Grahek Andraž: Ja kdo pa ne bi kupil Save? Finance, Ljubljana, 04.08.2004, str. 2.
16. Grullon Gustavo, Michaely Roni, Swaminathan Bhaskaran: Dividend Changes as a Sign of Firm Maturity. Ithaca : Cornell University, 1999. 46 str.
17. Gugler Klaus, Yurtoglu B.Burcin: Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. European Economic Review, Amsterdam, 2003, 47, str. 731-758.
18. Gugler Klaus: Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investments. Journal of Banking & Finance, Amsterdam, 2003. 27, str. 1297-1321.
19. Hieng Romana: Obdavčitev dividend in drugih deležev v dobičku v letu 2004. Iks, Ljubljana, Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 31(2004), 9, str. 88-92.
20. Ivanec Klemen: Novejša spoznanja teorije dividend. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 45 str.
21. Kato Hideaki Kiyoshi, Loewenstein Uri, Tsay Wenyuh: Dividend policy, cash flow, and investment in Japan. Pacific-Basin Finance Journal, Amsterdam, 2002, 10, str. 443-473.
22. Kocbek Marijan: Uporaba čistega in bilančnega dobička, kritje izgube ter izplačila delničarjem po ZGD-F. Revizor, Ljubljana, 13(2002), 3, str. 35-55.

23. Koch Paul D., Scott Docking Diane: Sensitivity of Investor Reaction to Market Direction and Volatility: Dividend Change Announcements. *The Journal of Financial Research*, B. k., 28(2005), 1, str. 21-40.
24. La Porta et al.: Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, New York, 55(2000), 1, str. 1-33.
25. Lipnik Janez: Bilančni dobiček. *Revizor*, Ljubljana, 13(2002), 3, str. 56-72.
26. Miller M. H., Modigliani F.: Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*. Spokane, 1961, 34, str. 333-364.
27. Mitton Todd: Corporate governance and dividend policy in emerging markets. *Emerging Markets Review*, Amsterdam, 2004, 5, str. 409-426.
28. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 191 str.
29. Odar Marjan: Poročanje zunanjim uporabnikom računovodskih informacij za leto 2003. Iks, Ljubljana, Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 31(2004), 1/2, str. 7-21.
30. Poterba, J.: Tax policy and corporate savings. *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington, 1987, 18, str. 455-503.
31. Slapničar Sergeja: Analiziranje dejavnikov za oblikovanje in razdelitev bilančnega dobička. Zbornik referatov: Analiziranje kot eno od informacijskih orodij ukrepanja (poslovnih) ravnateljev. Portorož : Zveza ekonomistov Slovenije, 2003, str. 69-87.
32. Slapničar Sergeja: Dividendna politika podjetij slovenskega borznega in prostega trga. *Revizor*, Ljubljana, 15(2004), 4/5, str. 40-62.
33. Zugwitz Tilen: Politika dividend v Sloveniji. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 103 str.

VIRI

1. Letno poročilo Save 2000. Kranj : Sava, d.d., 127 str.
2. Letno poročilo Save 2001. Kranj : Sava, d.d., 114 str.

3. Letno poročilo Save 2002. Kranj : Sava, d.d., 141 str.
4. Letno poročilo Save 2003. Kranj : Sava, d.d., 141 str.
5. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev [URL: <http://www.ljse.si>], december 2004.
6. Notranji podatki podjetja.
7. Objava sklepov skupščine Save, d.d. Kranj, 11.06.2003. 2 str.
8. Sava, d.d. [URL: <http://www.sava.si>], 2004.
9. Slovenski računovodski standardi. Ljubljana : Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2002. 319 str.
10. Statistični letopis Republike Slovenije 2004. Ljubljana : Zavod Republike Slovenije za statistiko, 2004. 650 str.
11. Statut delniške družbe Sava, d.d. Kranj, 09.03.2004. 11 str.
12. Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o gospodarskih družbah /ZGD-F/ (Ur.l. RS, št. 45/2001 (59/2001 – popr.), 57/2004, 124/2004 Odl.US: U-I-199/02-42, 139/2004).
13. Zakon o davku od dohodka pravnih oseb (Uradni list RS, št.17/2005).
14. Zakon o dohodnini (Uradni list RS, št. 17/2005).

PRILOGE:

Priloga 1: Revidirana bilanca stanja družbe Sava, d.d. na dan 31.12.2003

Priloga 2: Revidirana bilanca stanja družbe Sava, d.d. na dan 31.12.2000

Priloga 3: Revidirani izkaz gibanja kapitala družbe Sava, d.d. za obdobje od
01.01.2003 do 31.12.2003

Priloga 4: Revidirani izkaz gibanja kapitala družbe Sava, d.d. za obdobje od
01.01.2003 do 31.12.2003

PRILOGA 1

Revidirana bilanca stanja družbe Sava, d.d. na dan 31.12.2003

v 000 SIT

	31.12.2003	31.12.2002	31.12.2001	INDEKS 2003/2002	INDEKS 2003/2001
SREDSTVA					
A: STALNA SREDSTVA	38.581.020	41.309.440	42.286.499	93	91
I. NEOPREDMETENA DOLGOROČNA SREDSTVA	122.283	84.760	145.198	144	84
II. OPREDMETENA OSNOVNA SREDSTVA	18.425.412	17.991.851	17.598.127	102	105
III. DOLGOROČNE FINANČNE NALOŽBE	20.033.325	23.232.829	24.543.174	86	82
B: GIBLJIVA SREDSTVA	34.498.564	25.835.933	25.708.214	134	134
I. ZALOGE	201	3.268	1.935.366	6	0
II. POSLOVNE TERJATVE	1.573.619	3.196.450	5.593.061	49	28
A) Dolgoročne poslovne terjatve	352.264	419.766	496.693	84	71
B) Kratkoročne poslovne terjatve	1.221.355	2.776.684	5.096.368	44	24
III. KRATKOROČNE FINANČNE NALOŽBE	32.923.878	22.618.098	17.677.021	146	186
V. DOBROMETJE PRI BANKAH, ČEKI IN GOTOVINA	866	18.117	502.766	5	0
C: AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	170	92	2.484	185	7
SREDSTVA SKUPAJ	73.079.754	67.145.465	67.997.197	109	107
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV					
A: KAPITAL	52.715.753	52.049.073	51.334.891	101	103
I. Vpoklicani kapital	17.209.870	17.209.870	17.209.870	100	100
II. Kapitalska rezerva	12.178.885	12.178.885	11.943.624	100	102
III. Rezerve iz dobička	4.700.980	3.882.734	3.256.696	121	144
IV. Preneseni čisti poslovni izid	5.033.887	5.212.251	5.353.401	97	94
V. Čisti poslovni izid poslovnega leta	818.246	791.448	797.415	103	103
VI. Prevrednotovalni popravki kapitala	12.773.885	12.773.885	12.773.885	100	100
B: REZERVACIJE	102.965	0	0	0	0
C: FINANČNE IN POSLOVNE OBVEZNOSTI	20.234.509	15.070.823	16.601.431	134	122
A) Dolgoročne finančne in poslovne obveznosti	2.679.647	1.767.766	915.931	152	293
B) Kratkoročne finančne in poslovne obveznosti	17.554.862	13.303.057	15.685.500	132	112
D: PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	26.527	25.569	60.875	104	44
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV SKUPAJ	73.079.754	67.145.465	67.997.197	109	107

PRILOGA 2

Revidirana bilanca stanja družbe Sava, d.d. na dan 31.12.2000

<i>znesek v tisoč SIT</i> Postavke	31.12. 2000	31.12.1999	Razlika 2000-1999	Indeks 00/99
A. Stalna sredstva	48.790.343	42.444.260	6.346.083	115
I. Neopredmetena dolgoročna sredstva	169.624	0	169.624	-
II. Opredmetena osnovna sredstva	18.572.564	19.906.354	-1.333.790	93
III. Dolgoročne finančne naložbe	29.448.675	20.956.521	8.492.154	141
IV. Popravek kapitala	599.480	1.581.385	-981.070	38
B. Gibljava sredstva	12.960.674	12.036.264	924.410	108
I. Zaloge	2.067.601	1.461.754	605.847	141
II. Dolgoročne terjatve iz poslovanja	556.110	616.854	-60.744	90
III. Kratkoročne terjatve iz poslovanja	4.358.787	3.245.384	1.113.403	134
IV. Kratkoročne finančne naložbe	5.700.140	6.527.854	-827.714	87
V. Denarna sredstva	254.484	109.155	145.329	233
VI. Aktivne časovne razmejitev	23.552	75.263	-51.711	31
C. Sredstva	61.751.017	54.480.524	7.270.493	113
A. Kapital	47.365.709	42.708.144	4.657.565	111
B. Dolgoročne rezervacije	653.754	1.311.213	-657.459	50
C. Dolgoročne obveznosti	353.917	550.303	-196.386	64
I. Dolgoročne obveznosti iz financiranja	353.917	550.303	-196.386	64
II. Dolgoročne obveznosti iz poslovanja	0	0	0	-
Č. Kratkoročne obveznosti	13.374.174	9.226.781	4.147.393	145
I. Kratkoročne obveznosti iz financiranja	10.618.878	6.438.985	4.179.893	165
II. Kratkoročne obveznosti iz poslovanja	2.755.296	2.787.796	-32.500	99
D. Pasivne časovne razmejitve	3.463	684.083	-680.620	-
E. Obveznosti do virov sredstev	61.751.017	54.480.524	7.270.493	113

PRILOGA 3

Revidirani izkaz gibanja kapitala družbe Sava, d.d. za obdobje od 01.01.2003 do 31.12.2003

v 000 SIT

Vpoklicani kapital	Kapitalske rezerve	Rezerve iz dobička				Preneseni čisti poslovni izid	Čisti poslovni izid poslovnega leta	Pevrednotovalni popravki kapitala		
I	II	III				IV	V	VI		
Osnovni kapital	Kapitalske rezerve	Zakonske rezerve	Rezerve za lastne deleže	Statutarne rezerve	Druge rezerve iz dobička	Preneseni čisti dobiček	čisti dobiček poslovnega leta	Spolni prevr. popravki kapitala	Posebni prevr. popravki kapitala	Skupaj kapital
I/1	II	III/1	III/2	III/3	III/4	IV/1	V/1	VI/1	VI/2	
A. Stanje 31.DECEMBRA 2002										
17.209.870	12.178.885	1.720.987	54.195	0	2.107.552	5.212.251	791.448	12.773.885	0	52.049.073
B. Premiki v kapital										
0	0	0	0	0	0	0	1.636.492	0	0	1.636.492
- Vnos čistega poslovnega izida poslovnega leta										
0	0	0	0	0	0	0	1.636.492	0	0	1.636.492
- Vnos zneska splošnega peevrednotenja kapitala										
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Vnos zneska posebnih peevrednotenj kapitala										
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Druga povečanja sestavin kapitala										
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. Premiki v kapitalu										
0	0	0	0	0	987.802	621.892	-1.609.694	0	0	0
- Razporeditev čistega dobička kot sestavine kapitala po sklepu uprave in nadzornega sveta										
0	0	0	0	0	818.246	0	-818.246	0	0	0
- Razporeditev čistega dobička za oblikovanje dodatnih rezerv po sklepu skupščine										
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Razpustitev rezerv za lastne deleže in razporeditev na druge sestavine kapitala										
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Druge prerazporeditve sestavin kapitala										
0	0	0	0	0	169.556	621.892	-791.448	0	0	0
Č. Premiki iz kapitala										
0	0	0	0	0	-169.556	-800.256	0	0	0	-969.812
- Izplačilo dividend in nagrad										
0	0	0	0	0	-169.556	-800.256	0	0	0	-969.812
D. Stanje 31.DECEMBRA 2003										
17.209.870	12.178.885	1.720.987	54.195	0	2.925.798	5.033.887	818.246	12.773.885	0	52.715.753

PRILOGA 4

Revidiran izkaz gibanja kapitala ter izračun bilančnega dobička družbe Sava, d.d. za obdobje 01.01.2002 do 31.12.2002

v 000 SIT

	vpoklicani kapital	kapitalske rezerve	rezerve iz dobička				preneseni čisti poslovni izid	čisti poslovni izid poslovnega leta	prevrednotovalni popravki kapitala		skupaj kapital
	I	II	III			IV	V	VI			
	osnovni kapital	kapitalske rezerve	zakonske rezerve	rezerve za lastne deleže	statutarne rezerve	druge rezerve iz dobička	preneseni čisti dobiček	čisti dobiček poslovnega leta	splošni prevr. popravek kapitala	posebni prevr. popravek kapitala	
	I/1	II	III/1	III/2	III/3	III/4	IV/1	V/1	VI/1	VI/2	
A. Stanje 1. januarja 2002	17.209.870	11.943.624	1.720.987	219.604	0	1.316.105	5.353.401	797.415	12.773.885	0	51.334.891
B. Premiki v kapital	0	69.852	0	0	0	0	0	1.582.895	0	0	1.652.747
Vnos čistega poslovnega izida poslovnega leta	0	0	0	0	0	0	0	1.582.895	0	0	1.582.895
Vnos zneska splošnega prevrednotenja kapitala	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Vnos zneska posebnih prevrednotenj kapitala	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Druga povečanja sestavin kapitala	0	69.852	0	0	0	0	0	0	0	0	69.852
C. Premiki v kapitalu	0	165.409	0	-165.409	0	791.447	797.415	-1.588.862	0	0	0
Razporeditev čistega dobička kot sestavine kapitala po sklepu uprave in nadzornega sveta	0	0	0	0	0	791.447	0	-791.447	0	0	0
Razporeditev čistega dobička za oblikovanje dodatnih rezerv po sklepu skupščine	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Razpust. rezerv za last. deleže in razpor. na druge sest. kapitala	0	165.409	0	-165.409	0	0	0	0	0	0	0
Druge pre razporeditve sestavin kapitala	0	0	0	0	0	0	797.415	-797.415	0	0	0
Č. Premiki iz kapitala	0	0	0	0	0	0	-938.564	0	0	0	-938.564
Izplačilo dividend	0	0	0	0	0	0	-938.564	0	0	0	-938.564
D. Stanje 31. decembra 2002	17.209.870	12.178.885	1.720.987	54.195	0	2.107.552	5.212.251	791.448	12.773.885	0	52.049.073

IZRAČUN BILANČNEGA DOBIČKA v 000 SIT

JAN - DEC 2002

1. ČISTI POSLOVNI IZID OBRAČUNSKEGA OBDOBJA	1.582.895
2. PRENESENI DOBIČEK (PRENESENA IZGUBA)	5.212.251
3. ZMANJŠANJE (SPROSTITEV) KAPITALSKIH REZERV	0
4. ZMANJŠANJE (SPROSTITEV) REZERV IZ DOBIČKA	0
5. POVEČANJE (DODATNO OBLIKOVANJE) REZERV IZ DOBIČKA	-791.447
6. BILANČNI DOBIČEK (BILANČNA IZGUBA) (1+2+3+4+5)	6.003.699