

KONTROVERZE POLITIKE DIVIDENDI²

SAŽETAK

Dividende, poput strukture kapitala, spadaju među najkontroverznija područja financijskog menadžmenta. Predmet analize je veza između dividendi i cijene dionica. Iskristalizirale su se tri teorije o politici dividendi, no jednoznačni odgovori ne postoje. Prema teorijskim stavovima kada se oporezuje dohodak od dividendi tvrtka ne bi trebala emitirati dionice kako bi platila regularne dividende. Uz poreze, negativan efekt imaju i brokerska provizija, te nove ponude dionica na neefikasnim financijskim tržištima. Međutim, u praksi uvažavajući hipotezu signaliziranja, događa se da menadžeri u situaciji nedostatka gotovine, za koji cijene da je privremen, znaju posegnuti i za emisijom dionica, kako ne bi poslali javnosti signal koji bi snizio cijenu dionice. Politika dividendi ima za cilj utvrditi koliko će se zarade isplaćivati dioničarima, tj. kakav će biti pokazatelj isplate, vrsta dividendi, i hoće li se održavati stabilnost dividendi. Pokazuje se da tvrtke u praksi ne mijenjaju često iznos dividendi, ni politiku dividendi. Kada dođe do rasta zarada, ne očekuju da će ukupni porast zarada (stopa rasta) biti trajnog karaktera. Smatra se, naime, da su važnije promjene nego razina dividendi, te da su posebno nepoželjna sniženja dividendi. Zbog toga menadžeri imaju u vidu prognoze zarada na dugi rok i preferiraju dugoročni ciljni pokazatelj isplate dividendi. U današnje vrijeme stabilne dividende znače ne jednak iznos dividendi, nego dividende koje rastu po razumnoj i predvidljivoj stopi. Ako se prihvati da investitori preferiraju stabilnost dividendi slijedi da će za takvu tvrtku biti minimalni troškovi vlastitog kapitala i maksimalna cijena dionice.

Ključne riječi: teorija dividendi, politika dividendi, cijena dionice

1. Uvodna razmatranja

Dividende predstavljaju raspodjelu korporacijske imovine dioničarima na temelju postotnog udjela u vlasništvu. Najčešće korporacija dijeli gotovinske, regularne dividende (koje se isplaćuju preko banke ili čak i “na ruke”), a koje se očekuju i u budućnosti. Pored toga, redovito ili povremeno, korporacija može podijeliti ekstra dividende, specijalne dividende, likvidacijske dividende dividende u dionicama.

¹ Redoviti profesor Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Splitu

² Članak primljen: 25.01.2005.; članak prihvaćen 06.05.2005.

Odluku o isplati dividendi donosi skupština, a potom to postaje obveza korporacije. Glavna skupština odlučuje o raspodjeli dijela neto dobitka koji nije raspoređen u zakonske, statutarne i ostale rezerve. Zakonodavac i kreditori mogu ograničiti isplatu dividendi. U većini zemalja dividende se ne smiju isplaćivati ako bi to dovelo do nesolventnosti tvrtke (suvišak obveza nad imovinom, tj. nesposobnost podmirivanja obveza). U Hrvatskoj je Zakonom o trgovačkim društvima obvezno oblikovanje zakonskih pričuva te je zabranjena isplata dividendi ako su poslovni gubici smanjili svotu temeljnog kapitala. Kreditori ili imaoци obveznica mogu ugovorom definirati i odredbe o isplati dividendi kako uprava ne bi isplatila dividende i tako ostavila tvrtku bez gotovine za isplatu duga. Tako kreditori mogu staviti odredbu da se dividende mogu isplatiti samo ako tvrtka ima gotovinu, ostvaruje neto dobitak i održava radni kapital iznad određenog nivoa. Nadalje, ako tvrtka ima neisplaćene kumulativne prioritetne dionice u slučaju da ne isplati prioritetne dionice, obični dioničari ne mogu dobiti dividende prije isplate ovih dionica.

Teorije politike dividendi nastoje dati odgovor na pitanje kakva je uloga dividendi u maksimiranju vrijednosti dionice (korporacije). U literaturi se od teorija dividendi posebno ističu: tradicionalisti, modernisti, te teorija porezne preferencije. Politika dividendi ima za cilj utvrditi koliko će se zarade isplaćivati dioničarima, tj. kakav će biti pokazatelj isplate, vrsta dividendi, i hoće li se održavati stabilnost dividendi. U nastavku je namjera istražiti preporuke teorije i politike dividendi kako bi se razmotrili čimbenici koji menadžeri trebaju imati u vidu kod oblikovanja politike dividendi.

2. Teorijski stavovi o politici dividendi

2.1. Modernističko (MM) gledište na politiku dividendi

Pod određenim uvjetima prema Mertonu Milleru i Francu Modiglianiju politika dividendi nema utjecaja na cijenu dionice niti na trošak kapitala. Osnovne pretpostavke teorije su da nema poreza ni transakcijskih troškova (savršena tržišta), te da su tržišna očekivanja homogena (očekivanja pojedinaca o investicijama, profitima i dividendama su jednaka). Nadalje, polazi se od pretpostavke da su odluke o strukturi kapitala irelevantne, te da je politika kapitalnih ulaganja neovisna o politici dividendi. U uvjetima efikasnog tržišta kapitala (tržišta na kojem se prijenos vlasništva može ostvariti po fer uvjetima) politiku dividendi treba provoditi neovisno o politici investiranja. To znači da tvrtka treba investirati u sve projekte s pozitivnom neto sadašnjom vrijednosti (NSV), odbaciti sve sa negativnom NSV, te za održavanje odgovarajuće razine gotovine treba koristiti kupnju, prodaju i emisiju vrijednosnica na financijskom tržištu. Politika dividendi ne može povećati zarade po dionici na određeni datum, a da ne smanji iste na neki drugi datum. Radi se samo o izboru o dividendi između različitih vremenskih točaka. Naime, iz Gordonovog modela je očito da veće tekuće dividende znače manje novca za reinvestiranje u budućnosti i manju stopu rasta dividendi (tj. porast dividendi će biti kompenziran padom stope rasta. Sadašnja vrijednost dividendi tako ostaje nepromijenjena, pa tako i vrijednost korporacije. U uvjetima perfektnog tržišta kapitala odluka o politici dividendi je irelevantna, jer

pojedinci mogu privatnim “domaćim transakcijama” osigurati željenu politiku dividendi. Ako tvrtka isplati dividende, a oni ih ne žele, mogu kupiti dionice, i obrnuto: ako ih ne isplati, mogu prodati dio dionica. Politika dividendi je samo izbor između gotovinskih dividendi, s jedne strane i emisije ili otkupa dionica, s druge strane. Ovaj pristup pokazuje da politika dividendi ne može povećati vrijednost tvrtke. Međutim, uvođenje nekih čimbenika koji su prisutni u realnom životu (kao što su porezi i troškovi emisije) pokazuje da politika dividendi može biti važna.

2.2. Tradicionalističko gledište na politiku dividendi

Tradicionalno gledište ili teorija “ptice u ruci” naziv je za teoriju koja utvrđuje da se vrijednost tvrtke može maksimalizirati pokazateljem isplate dividendi. Ime su joj dali Miller i Modigliani prema stavu da više vrijedi dionica koji nosi dividende, nego dionica tvrtke koja reinvestira dobit (prema našoj poslovi: više vrijedi vrabac u ruci nego golub na grani). Tvorci ove teorije su Myron Gordon i John Lintner. Prema njihovom motrištu, dioničari preferiraju novčanu jedinicu od dividendi danas u odnosu na očekivanu novčanu jedinicu od dividendi u budućnosti. Naime, dioničari će radije željeti sigurni primitak danas u odnosu na neizvjesne primitke od dividendi i kapitalni dobitak u budućnosti. Stoga smatraju da će tražena stopa povrata na vlastiti kapital porasti zbog veće rizičnosti kapitalnog dobitka u odnosu na dividendni prinos. Prema ovom gledištu, menadžeri su zbog pritiska dioničara neskloni smanjivanju dividendi, kao i njihovom povećavanju u slučaju rasta zarada, ako nisu uvjereni da će se taj rast zarada zadržati. Zbog toga menadžeri nastoje definirati optimalnu politiku dividendi. Tradicionalisti su nastojali utvrditi pravila za razinu dividendi (pokazatelj isplate dividendi) i brzinu prilagođavanja dividendi promjenama zarada. Neke analize su pokazale da mlađe, rizičnije tvrtke, tvrtke iz domene visoke tehnologije imaju manji pokazatelj isplate, a njihovi dioničari očekuju velike kapital dobitke. Starije, stabilnije tvrtke, tvrtke iz sfere niske tehnologije teže većem pokazatelju isplate dividendi.

2.3. Teorija porezne preferencije

Teoriju porezne preferencije postavili su Robert Litzenberger i Krishna Ramaswamy, a polazi od razlika između stope poreza na dohodak i stope poreza na kapitalni dobitak (Litzenberger and Ramaswamy, 1982). U SAD ova se porezna razlika s godinama smanjuje. Dok je početkom 60-ih stopa poreza na dividende iznosila 90%, ova druga je iznosila 25% (Brealey, et.all., 2001), danas je ta razlika nestala. Dodatna prednost kapitalnog dobitka može proizići iz činjenice da se može birati kad će se taj porez platiti (ako se dionica ostavi u obitelji onda se i ne plaća), te da je sadašnja vrijednost iznosa koji se daju za porez na dobit to niža što se više čeka na prodaju dionice. Dakle, investitori preferiraju da tvrtka ne isplaćuje dividende, već kapital dobitak (i to tim više što je veća razlika između stopa poreza). Stoga bi rezultat povećanja dividendi, po ovoj teoriji, bio pad cijene dionice i rast tražene stope povrata na vlastiti kapital. U Hrvatskoj fizičke osobe ponovo (od 2005. godine) ne plaćaju porez na dividendu, a porez na kapitalni dobitak ne postoji. Korporativni investitori ne plaćaju porez na dobit od dividendi jer su društva koja su ostvarila dobitak platila porez na dobit. Dobici

ostvareni od prodaje dionica (kapitalni dobici) uračunavaju se u prihode i tako oporezuju kroz porez na dobit (Brkanić, 2004).

Black i Sholed su smatrali da svaki investor pravi izbor između koristi (niži transakcijski troškovi) i troškova dividendi (porezni nedostatak u odnosu na kapitalni dobitak), ali i da se svrstava u jednu od skupina dividendne klijenetele. Autori ističu tri vrste dividendne klijenetele: one koji preferiraju dividende, one koji su indeferentni, te one koji su averzni prema dividendama (Black and Scholes, 1974). Prema njihovom mišljenju porezna prednost kapitalnog dobitka je nevažna dokle god je potražnja za dividendama jednaka ponudi dividendi.

2. 4. Hipoteze agencijskih troškova, preferencije tekućeg dohotka i smanjenja neizvjesnosti

Agencijski troškovi javljaju se na relaciji dioničari-vjerovnici, te između dioničara i menadžera. Dividende se mogu koristiti za transfer bogatstva s vjerovnika na dioničare, što je posebno problematično u vrijeme kad je tvrtka u financijskim poteškoćama. Kako menadžeri ni u takvim situacijama ne vole smanjivati dividende, vjerovnici se trebaju zaštititi ugovorima. Dok politiku dividendi menadžeri mogu koristiti za favoriziranje dioničara u donosu na vjerovnike, tvrtka može koristiti dividende i za smanjivanje agencijskih troškova na relaciji menadžer – dioničari. Kada su dividende jednake suvišku gotovinski tijekom menadžeri ne mogu provoditi aktivnosti koje su na štetu dioničara (rasipanje gotovine, projekti s NSV manjom od nule ili neefikasni projekti koji su «pri srcu» menadžeru, slaba motiviranost za posao i dr.). Namjera, je dakle, ostaviti menadžeru samo onoliko gotovine koje se jedva dovoljno za normalno poslovanje (Hansen, 1994). Drugi aspekt agencijskih troškova vezan je za veću mogućnost kontrole novih dioničara velikih tvrtki u odnosu na stare dioničare. Naime, novi dioničari neće kupiti dionice ako u procesu prikupljanja novog vanjskog kapitala oni koji procjenjuju poslovne i financijske odluke menadžmenta uoče bilo kakve malverzacije ili nekompetentnost menadžmenta.

Prema MM teoriji pojedinci koji preferiraju tekući dohodak mogu sami prodati dio dionica da dobiju gotovinu (domaće transakcije). Međutim, brokerski troškovi, utrošeno vrijeme i strah od trošenja glavnice idu u prilog tvrtki koje vode politiku visokih dividendi. Postoje i mišljenja da menadžeri ne mogu povećati vrijednost tvrtke jednostavno sugeriranjem promjene politike dividendi, kao i da već postoje bilo dionice s visokim dividendama u koje takvi investitori mogu investirati (Brealey, et. all., 2001), bilo institucije (kao uzajamni fondovi) koje svojim investitorima mogu kreirati željenu politiku dividendi (Ross, et.all., 2002). Po nekima, dividende se mogu smatrati i čimbenikom koji smanjuje neizvjesnost. Gordon je ustvrdio da politika visokih dividendi smanjuje neizvjesnost, što preko niže diskontne stope povećava cijenu dionice. Međutim, rizičnost gotovinskog tijeka tvrtke ne može se promijeniti promjenom politike dividendi uz nepromijenjene investicije i strukturu kapitala.

2.5. Teorija signaliziranja (informacijskog sadržaja) i efekt klijentele

Na tržištima koja nisu dovoljno transparentna i gdje postoji “kreativno računovodstvo” podaci o zaradama nisu dovoljno pouzdani za investitore ako nisu “argumentirani” dobrim dividendama (Ross et.al., 2002.). Prema teoriji signaliziranja, prenošenja informacija, promjene dividendi smanjuju asimetričnost informacija na način da djeluju kao signalni mehanizam. (Bhattacharya, 1991; Miller i Rock, 1985, John i Lang, 1991). Dakle, informacijski sadržaj dividendi može postati važan u definiranju politike dividendi. Ako kompanija plaća dividende koje nisu u skladu s dugoročnim očekivanim zaradama, nametnut će troškove pribavljanja dodatnog kapitala i ugrožavanja financijske fleksibilnosti. Isplata dividendi uvjetovana je, dakle, dobrim gotovinskim tijekom, pa menadžeri neće povećavati dividende ako ne očekuju dobra vremena, ako nemaju optimističke projekcije gotovinskih tijekova. U suprotnom, visoke dividende znače da će menadžeri morati srezati investicijske planove i/ili pribaviti dodatna sredstva novim zaduživanjem ili emisijom dionica. Menadžeri mogu, dakle, koristiti dividende i za signaliziranje javnosti kakvi su tekući i očekivani rezultati tvrtke. Upravo ova očekivanja investitora – očekivanja rasta budućih zarada, uzrokovana odlukama menadžera, a ne samo preferencije tekućeg dohotka, smatraju se razlogom rasta cijene dionice kod rasta dividendi. Isto tako, informacije o padu dividendi obično se smatraju lošim znakom koji vodi padu cijene dionice. Međutim, ako dividende nisu podržane gotovinskim tijekovima upitan je efekt signaliziranja preko isplate dividendi.

Što se tiče efekta klijentele, danas se on drži manje važnim nego nekada. Zbog transakcijskih troškova u realnom svijetu nije lako prilagoditi gotovinski tijek od investicije u dionice na način da odgovara preferencijama pojedinaca. Pojedinci, kao umirovljenici i udovice, preferiraju dohodak od dividendi. Mlađi, perspektivni stručnjaci s visokim dohocima preferiraju kapitalni dobitak, ako očekuju da će zarada porasti u budućnost. Tako su, primjerice, spremni ulagati u tehnološke dionice, kao što je Microsoft, koje sve donedavno nije isplaćivao dividende. Isto vrijedi i za pojedince koji spadaju u visoke porezna skupine. Kad su, pak, u pitanju dioničari, smatra se da je menadžerima manjih tvrtki lakše spoznati preferencije dioničara i udovoljiti im. To je posebno važno zbog toga što su ove dionice, u pravilu nelikvidne pa je njihovim vlasnicima skupa opcija (a često i neprihvatljiva) prodaje datih dionica i ulaganje u dionice tvrtki koji vode za njih prihvatljiviju politiku dividendi (Laney, 2000). Postoji i stav da svaka kompanija treba imati svoju klijentelu investitora kojima odgovara njihova politika dividendi, te da zaokret u politici dividendi mogu dovesti do gubitka investitora i pada cijene dionice (Lasher, 1997). Naravno, ako bi nova politika privukla više novih dioničara nego je tvrtka prije imala, cijena bi porasla. Međutim, iz ovog efekta ne slijedi da tvrtka može povećati cijenu svoje dionice prijelazom na politiku visokih dividendi. Ukoliko je tražnja takvih investitora već zadovoljena na tržištu, zaokret u politici dividendi ne bi doveo do porasta cijene dionice (Ross et al., 2002).

3. Otkup, dioba dionica i dividende u dionicama

Otkupom dionica tvrtka kupuje dionice od svojih dioničara za gotovinu, te ih drži u trezoru (riznici) i kao trezorske ili vlastite dionice te ih prodaje u slučaju potrebe za gotovinom. Otkup dionica može biti alternativa gotovinskim dividendama (skrivena dividenda). Otkupi dionica su porasli u SAD na cca 25% neto dobiti u 90-ima, ali to ne znači da ih tvrtke koriste kao zamjenu za dividende. Tvrtke koje koriste otkup dionica su, primjerice, Citicorp i Morgan Stainley. Smanjenje broja dionica u prometu vodi rastu zarade po dionici (EPS) i cijene dionice.

Otkup dionica imaju prednosti, ali i neke nedostatke. Prednosti otkupa dionica su:

1. može dati pozitivan signal - menadžeri smatraju da je dionica podcijenjena,
2. može ukloniti s tržišta blok dionica koji je imao negativan efekt na cijenu,
3. može dioničarima s različitim preferencijama u pogledu gotovine pružiti mogućnost izbora koja je optimalna s poreznog motrišta - oni koji trebaju gotovinu ponudit će dionice na otkup, a oni koji ne trebaju gotovinu neće, pa ne moraju platiti porez kao kod gotovinskih dividendi
4. može omogućiti menadžmentu da se zbog obilatog gotovinskog tijeka privremenog karaktera odluči na otkup dionica umjesto povećanja dividendi ili ekstra dividende, zbog efekta signaliziranja (kako dioničari ne bi ubuduće očekivali više dividende),
5. može biti način provođenja većih i bržih promjena u strukturi kapitala, tj. postizanja ciljne strukture (Brigham, Gapenski, 1996),
6. može biti dobra investicija u slučaju iznenadnog pada cijene dionice za koju menadžment cijeni da je privremen (Lasher, 1997).

Nedostaci otkupa dionica su:

1. ako dioničari tvrtke nemaju jednake preferencije prema dividendama i kapitalnom dobitku, gotovinske dividende bi mogle povoljnije utjecati na cijenu dionice,
2. ako se dioničar odluči prodati svoje dionice u okviru programa otkupa možda nije u potpunosti svjestan svih efekata prodaje ili ne raspolaže sa svim informacijama vezanim za procjenu aktivnosti tvrtke,
3. ako tvrtka plati previsoku, iznadravnotežnu cijenu za dionice, to ide na štetu ostalih dioničara, posebice kada se radi o većem iznosu neaktivnih dionica, što ima za posljedicu pad cijene dionice nakon dovršetka programa. (Brigham, Gapenski, 1996).

U pravilu, otkup dionica se koristi za veće promjene strukture kapitala i to posebno kod tvrtki čiji gotovinski tijekovi su obilni, a s druge strane nemaju dovoljno raspoloživih investicijskih mogućnost s pozitivnom neto sadašnjom vrijednošću. Međutim, tvrtke ih mogu prakticirati i kao alternativu gotovinskim dividendama kada imaju akumuliranu suvišnu gotovinu radi realizacije poreznih koristi za dioničare (praktički neoporezive dividende).

Dividende u dionicama, dioničke dividende raspodjela su dodatnih dionica tvrtke dioničarima, dok je dioba dionica emisija novih dionica postojećim dioničarima (kao, primjerice Plivina dioba 1997. godine). Dividende u dionicama, poput otkupa dionica imaju za rezultat porezne prednosti za dioničare. Dioba dionica može imati i pozitivan utjecaj na vrijednost tvrtke. Razlog mogu biti efekt signaliziranja ili neoptimalni raspon cijene dionice. Investitori mogu, na primjer, procijeniti da je dioba dionica odraz menadžerske procjene dobre perspektive tvrtke (Fama, et.all, 1969.). Ako zarade i dividende tvrtke rastu po stabilnoj stopi, približno po istoj stopi će rasti i cijena dionice i tako izići iz optimalnog raspona. Stoga, i ako se dioba dionica provodi radi dovođenja cijene dionice u optimalni raspon, to može dovesti do maksimalnog pokazatelja cijena/zarada (P/E), pa time i maksimalne cijene dionice. Jednoznačan odgovor o učincima dividendi u dionicama i diobe dionica ne postoji. Cijene mogu ostati iste, porasti ili pasti. Prema istraživanjima Copplanda i Demsetza pokazalo se da brokerski troškovi, te raspon ponudbene i zahtijevane cijene brokera raste (Ross et.all., 2002). U pravilu, pravi smisao dividendi u dionicama i diobe dionica za menadžment jeste efekt signaliziranja i održavanje cijene stabilnom kod tvrtki koje bilježe stabilni/visoki rasta zarada i dividendi.

4. Definiranje politike dividendi

Definiranje politike dividendi tvrtke trebaju povezati s analizom investicija koje im stoje na raspolaganju, te s analizom svoje likvidnosti – stanja i projekcije gotovinskih tijekova na srednji rok. Suvišak gotovine tvrtka može investirati u realne i financijske investicije, ili otkupiti vlastite dionice. Od realnih investicija posebno su važna kapitalna ulaganja koja determiniraju buduće tijekove zarada, pa prevladava stav da tvrtka mora dati prednost pred dividendama svim projektima sa pozitivnom NSV vrijednošću. Što se tiče vanjskih realnih investicija - stjecanja drugih poduzeća, tu ne postoji takav stupanj usklađenosti stavova zbog neizvjesnosti ukupnog efekta ovih stjecanja na profitabilnosti i vrijednost tvrtke. Nadalje, suvišak gotovine se može upotrijebiti i za financijske investicije - ulaganja u depozite i vrijednosnice. Politika strukture kapitala i raspoloživost financija u odgovarajućim iznosima i odgovarajućim uvjetima može biti faktor od utjecaja na politiku dividendi. Ako kompanija nije u stanju da pribavi bankarske kredite uz odgovarajuće uvjete, preferirat će nikakve ili niske dividende. Nadalje, stav menadžera prema kreditnom financiranju također je važan za definiranje politike dividendi. Ako menadžeri preferiraju redoslijed financiranja u skladu s Myers-Mayluf-ovom teorijom redoslijeda financiranja, težit će da ne dijele nikakve ili, pak, niske dividende.

Otkup vlastitih dionica ne bi, također, trebao imati prioritet pred NPV pozitivnim realnim investicijama. U odsustvu takvih investicija, argumentacija za otkup dionica se nalazi u želji za brzim i značajnijim izmjenama strukture kapitala tvrtke ili ocjeni o podcijenjenosti dionica. Ako su dionice podcijenjene, otkup se može smatrati dobrom investicijom (ako već nema onih u realne investicije), ili se može provesti otkup s namjerom povećanja cijene dionice. Otkup dionica od određenih dioničara - ciljani otkupi (koji se ne vrše tenderom, niti na tržištu vrijednosnica) mogu biti motivirani

rješavanjem neugodnih dioničara ili, napose u slučaju velikih dioničara, izbjegavanjem preuzimanja koje bi moglo imati loše posljedice za menadžment.

Godišnje se isplate milijarde eura i dolara za regularne i specijalne dionice. Kompanije u SAD isplaćuju oko dvije petine zarade u dividende. Zapaža se, ipak, da je trend isplata dividendi negativan. Dok je u 50-ima 90% tvrtki dijelilo dividende, krajem 90-ih do je radilo svega 20%. Ova stopa, međutim, skriva razlike po burzama. Što se tiče stope isplate dividendi (udio dividendi u neto dobitku) na prijelazu iz 80 u 90 godine kompanije koje kotiraju na NYSE, AMEX-u i NASDAQ-u imale su stopu isplate dividendi od cca 57%, dok je u razdoblju 1993-1998. ova stopa pala na cca 39%. Kao razlozi se navode kotiranje manjih, neprofitabilnih kompanija, i sklonost profitabilnih, rastućih kompanija da reinvestiraju dobit (Fama, E.F., French, K.R., 2001).

Većina hrvatskih tvrtki nije još počela plaćati dividende, niti osmišljavati konzistentnu politiku dividendi. Važnost promišljanja o dividendama za očekivati je da će rasti s interesom tvrtki za kretanje cijena njihovih dionica i daljnjim razvojem industrije investicijskih fondova. Velike, renomirane i profitabilne tvrtke sve više zauzimaju dugoročni pristup dividendama utvrđujući ciljnu stopu isplate dividendi, te davajući prednost politici stabilnih dividendi. Istraživanje o korporacijskim financijama velikih poduzeća u Splitsko-Dalmatinskoj županiji pokazalo je da financijski menadžeri smatraju da dioničare treba upoznati s promjenama dividendi (Vidjeti tablicu br.1.). Nadalje, smatra se da je potrebno utvrditi optimalni pokazatelj isplate, što je također u skladu s teorijom ptice u ruci (tradicionalnim pristupom). Raspon u kojem se kreće ovaj pokazatelj prema njihovim stavovima kreće se u intervalu od 20 do 70%.

Tablica 1.
Stavovi menadžera o politici dividendi u velikim tvrtkama
Splitsko-Dalmatinske županije

Stavovi prema dividendama	Rejting ocjena
Dioničare treba informirati o promjenama politike dividendi	1
Potrebno je definirati ciljnu stopu isplate dividendi	2
Investitori kod procjene vrijednosnica koriste informacije o dividendama	3
Plaćanje dividendi je signal o uspješnosti kompanije	4

Izvor: Vidučić, 2002.

Menadžeri cijene da investitori koriste informacije o dividendama za procjenu vrijednosti dionice, te da je isplata dividendi signal o uspješnosti tvrtke (Vidučić, 2002). Može se pretpostaviti i da efekt klijentele ima važnu ulogu, dok se za porezni efekt može reći da je marginalan budući da pojedinci ne plaćaju porez na dividendu, dok je porez na dividendu i kapitalni dobitak korporativnog sektora oporeziv po istoj stopi (stopa poreza na dobitak).

5. Zaključna razmatranja

Dividende predstavljaju raspodjelu korporacijske imovine dioničarima na temelju postotnog udjela u vlasništvu. Najčešće korporacija dijeli gotovinske, regularne dividende koje se očekuju i u budućnosti.

Tradicionalisti smatraju dividendu nagradom ili plaćom dioničara. Moguće je odrediti optimalnu politiku dividendi - politiku koja uspostavlja ravnotežu između tekućih dividendi i budućeg rasta kompanije, tj. maksimalizira vrijednost tvrtke. Prema modernistima, odluka o dividendama samo raspodjeljuje novac dioničara na interni (zadržane zarade) i vanjski (dividende). Stoga je u uvjetima perfektnog tržišta korporacijska politika dividendi irelevantna. Predstavници porezne preferencije smatraju da investitori preferiraju politiku koja za rezultat ima niže porezne obveze. Prema teorijskim stavovima kada se oporezuje dohodak od dividendi tvrtka ne bi trebala emitirati dionice kako bi platila regularne dividende. Uz poreze, negativan efekt imaju i brokerska provizija, te nove ponude dionica na neefikasnim financijskim tržištima. Međutim, u praksi uvažavajući hipotezu signaliziranja, događa se da menadžeri u situaciji nedostatka gotovine, za koji cijene da je privremen, znaju posegnuti i za emisijom dionica, kako ne bi poslali javnosti signal koji bi gurnuo naniže cijenu dionice. Pored toga, tvrtke u praksi ne mijenjaju često iznos dividendi ni politiku dividendi. Kada dođe do rasta zarada, ne očekuju da će ukupni porast zarada (stopa rasta) biti trajnog karaktera.

Osim isplate gotovinskih dividendi tvrtka se može odlučiti na otkup dionica, dividende u dionicama ili diobu dionica. Dividende u dionicama (dividendne dionice) su raspodjela dodatnih dionica tvrtke dioničarima, dok je dioba dionica emisija novih dionica postojećim dioničarima. Otkupom dionica tvrtka kupuje dionice od svojih dioničara za gotovinu, te ih drži u trezoru (riznici) i prodaje u slučaju potrebe za gotovinom. Otkup dionica može biti alternativa gotovinskim dividendama. Empirijska testiranja teorije politike dividendi ne daju jednoznačne zaključke pa se sa sigurnošću ne može procijeniti kako će promjena politike dividendi utjecati na tržišnu cijenu dionice i trošak kapitala. Efekt dividendi u dionicama i diobe dionica na cijenu pozitivan je u vrijeme odmah nakon objave, ali ukoliko ne dođe do porasta zarada ili dividendi u roku od par mjeseci, past će na početnu razinu. U pravilu, pravi smisao dividendi u dionicama i diobe dionica jeste efekt signaliziranja za menadžment i održavanje cijene stabilnom kod tvrtki koje bilježe stabilni/visoki rasta zarada i dividendi.

Većina hrvatskih tvrtki nije definirala konkretnu politiku dividendi, isplaćujući dividende više pod pritiskom dioničara koji imaju visoku preferenciju likvidnosti i preferenciju tekućeg dohotka, bilo da su strani većinski vlasnici ili domaći građani, napose umirovljenici. Za očekivati je da će u budućnosti politika dividendi biti temeljena na perspektivama projekata s pozitivnom neto sadašnjom vrijednošću, te da će zajedno s uvažavanjem interesa dividendne klijentele biti baza isplate dividendi. Naravno, uvjet konzistentne politike je profitabilnost i perspektivnost tvrtki, te zadovoljavajuća likvidnost. Kod osmišljavanja politike dividendi potrebno je voditi računa o stabilnosti dividendi. Smatra se, naime, da su važnije promjene nego razina

dividendi, te da su posebno nepoželjna sniženja dividendi. Zbog toga menadžeri imaju u vidu prognoze zarada na dugi rok i preporučuju dugoročni ciljni pokazatelj isplate dividendi. U današnje vrijeme stabilne dividende znače ne jednak iznos dividendi, nego dividende koje rastu po razumnoj i predvidljivoj stopi. Manje poželjna stabilnost jesu uvijek jednake dividende. Ako se prihvati da investitori preferiraju stabilnost dividendi slijedi da će za takvu tvrtku biti minimalni troškovi vlastitog kapitala i maksimalna cijena dionice.

Literatura

1. Bhattacharya, S., (1991), "Imperfect information, dividend policy and the bird in the hand fallacy", *Bell Journal of Economics*, No 10, 259-270
2. Black, F., Scholes, M., (1974), "The effect of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns", *Journal of Financial Economics*, May, 7-24.
3. Brealey, R.A., Myers, S.C., (2001), Marcus, A.J., *Fundamentals of Corporate Finance*, 3rd ed. McGraw-Hill, Inc.
4. Brigham, E.F., Gapenski, L.C., (1991), *Financial Management Theory and Practice*, Dryden Press
5. Brkanić, V., (2004), "Dobitak i gubitak u bilanci za 2002. i postupci u 2003.", *Računovodstvo revizija i financije*, br. 4.
6. Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M., and Roll, R (1969), "The Adjustment of Stock Prices to New Information", *International Economic Review*, No 10.
7. Fama, E.F., French, K.R., 2001, "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?", *Journal of Financial Economics*, April
8. Hansen, R.S.; Kumar, R., Shone, D.K., 1994, "Dividend Policy and Corporate Monitoring: Evidence from the Regulated Electric Utility Industry", *Financial Management*, Spring
9. John, K. and L. Lang, (1991), "Insider trading around dividend announcements; Theory and Evidence", *Journal of Finance*, No 46, 1361-1389
10. Johnson, R., W., (1971), *Financial Management*, Allyn and Bacon, Inc.
11. Lasher, W.R., (1997), *Practical financial management*, West Publishing company, St. Paul
12. McLaney, F.F., (2000), *Business Finance – Theory and Practice*, 5th ed., Pearson education, Edinburg
13. Litzenberger R.H., Ramiswamy, K., (1982), "The Effect of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effect or Information Effect", *Journal of Finance*, No 37, 429-244
14. Miller, M.H. and Rock, K. (1985), "Dividend policy under asymmetric information", *Journal of Finance*, No 40, 1031-1051

15. Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jaffe, J., (2002), *Corporate finance*, 6th ed. McGraw Hill Companies, Inc.
16. Slovini, J., (1997), "Pravo na udjel u dobitku u dioničkom društvu i društvu s ograničenom odgovornošću", *Računovodstvo, revizija i financije*, br. 2.
17. Vidučić, Lj, (1999), "Strengthening Financial System in Advanced Transition Economies - Prerequisite and Promoter of Faster Economic Development", in Monatnhiero et al.: *Public and Private Partnership: Fostering Enterprises*, Sheffield Hallam University
18. Vidučić, LJ., (2002), "Finance delniških družb v Hrvaški-primer iz Splitsko-Dalmatinska županstva", in Turk, I., Koletnik F.(ed.): *Zbornik referatov o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji*, Portorož, 341-351.
19. Vidučić, Lj, (2004), *Financijski menadžment*, Zagreb, 4th ed, Računovodstvo, revizija i financije

Ljiljana Vidučić¹

DIVIDEND POLICY CONTROVERSES

ABSTRACT

Dividend theory shares with capital structure theories the attribute of area of high controversy. Financial literature discusses whether there is an interdependency of dividends and share price, i.e. value of the firm. The main views may be defined with three theories of dividend policy. However, unambiguous solutions are still lacking. Literature on dividends highlights several concepts that may be important in defining the dividend policy. Dividend policy aims to define payout ratio, sort of dividend and way of maintaining dividend stability, since stability of dividend is found to be of interest in practice. Managers, namely, prefer stability of dividend policy and the amount of dividends taking in account the signalling effect. If stability of dividends is preferred by investors it follows that stable dividend policy will lead to minimization of cost of capital and maximization of share price.

Key words: *Dividend theories, Dividend policy, share price*

¹ Full professor of the Faculty of Economics University of Split