

UDK: 336.781.25
Izvorni znanstveni članak
Priljeno: 3. 4. 1991.

Dr. BRANKO NOVAK,
Ekonomski fakultet Osijek

POLITIKA DIVIDENDI DIONIČKOG DRUŠTVA*

Rad obrađuje pitanje alokacije profita po odbitku poreza na dividende i zadržanu dobit. Ukazuje se na značenje politike dividendi za poslovanje i vrijednost tvrtke na tržištu kapitala, te se definiraju činioci koji utječu na politiku dividendi. Posebno se obrađuje stabilna politika dividendi kao najčešće primjenjivana politika korporacija u razvijenim tržišnim prilikama. Kao potvrda ovom navode se i empirijski podaci. Na temelju ovih iskustava i stanja te ograničenja koja postoje u našem gospodarstvu, daje se prijedlog za moguću politiku dividendi naših dioničkih društava. Rad nadalje obrađuje rezidualnu politiku dividendi i neke teorije dividendi, te dividende u dionicama i dijeljenje dionica.

*Rad predstavlja dio istraživačkih rezultata projekta "Dioničarstvo u gospodarstvu Slavonije i Baranje" kojeg financira Ministarstvo znanosti, tehnologije i informatike Republike Hrvatske u razdoblju 1991-1993. godine.

Politika dividendi u dioničkom društvu određuje podjelu dobiti, nakon odbitka poreza, na dio koji se isplaćuje dioničarima i dio koji se reinvestira u tvrtku. Zadržane dobiti su jedan od najznačajnijih izvora sredstava za financiranje rasta korporacija, dok dividende predstavljaju tok gotovine koji pripada investitorima u dionice. Premda su i rast i dividende poželjni, ova dva cilja su nažalost konfliktna. To znači da više dividende znače manje zadržane dobiti, pa prema tome sporiji rast dobiti i cijena dionica. No i promjene u visini dividendi imaju utjecaj na povrat od dionica odnosno na njihovu cijenu.¹ Zato je vrlo značajan problem dioničkih društava kako alocirati profit po odbitku poreza na dividende i zadržanu dobit, budući da ova odluka može imati veliko značenje za poslovanje i vrijednost tvrtke. S obzirom da se u gospodarstvu Republike Hrvatske očekuje vlasnička transformacija jednog dijela društvenih poduzeća u dionička društva, ovo pitanje postat će značajno za taj dio gospodarstva. Rješenja koja u tom području postoje u razvijenim tržišnim gospodarstvima su poznata, a primijenjena rješenja bit će značajna i za daljnji položaj dionica tih društava na tržištu kapitala, te za njihov kasniji razvitak i poslovanje.

1. ČINIOCI KOJI UTJEČU NA POLITIKU DIVIDENDI

Postoje brojni činioci koji mogu djelovati na politiku dividendi. Među njima se mogu istaknuti slijedeći:

- Pravni propisi,
- Likvidnosni položaj,

1. Studija Aharony and I. Swary: Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders Return: An Empirical Analysis, Journal of Finance (March 1980) pokazala je ovaj utjecaj na uzorku 149 tvrtki u razdoblju 1963-1976. godine. Nakon kontrole drugih činilaca koji su mogli utjecati na povrat od dionica oko datuma njihovog objavljivanja, uzorak je podijeljen u dvije grupe: a) one objave koje su praćene padom dividendi i b) one objave koje su praćene rastom dividendi. Studija je pokazala da je tzv. kumulativni abnormalni povrat (CAR) naglo pao nekoliko dana prije dana objavljivanja dividendi te na sam dan objavljivanja. Ukupni pad je iznosio 4,6%. Obratno, dionice kompanija koje su objavile rast dividendi pokazale su pozitivne abnormalne povrate, premda je taj rast bio samo 1%. Prema tome, postoji daleko veća reakcija tržišta na pad dividendi nego na rast dividendi. Ovi rezultati potvrđuju mišljenje da na cijene dionica djeluju promjene tekućih dividendi, te da tekuće promjene dividendi utječu na investitore tako da ovi mijenjaju svoja očekivanja u pogledu dugoročnog kretanja dividendi. Ovo je ujedno primjer kako djeluje konkurentno tržište dionica. Dobri analitičari dionica očigledno anticipiraju pozitivne ili negativne promjene dividendi, pa investitori kupuju ili prodaju dionice prije nego se stvama promjena dividendi objavi.

- Potreba isplate obveza,
- Ograničenja u ugovorima o zajmovima,
- Stopa rasta aktive,
- Stopa profita,
- Stabilnost dobiti,
- Pristup tržištu kapitala,
- Kontrola,
- Položaj dioničara kod oporezivanja.

Svaki od ovih faktora zaslužuje određeno objašnjenje. No mnogi od ovih faktora ne postoje niti u zakonskom, a niti u stvarnom smislu u našem gospodarstvu. Zato o njima može biti govora samo s aspekta razvijenih tržišnih privreda u kojima je i dioničarstvo jednako razvijeno.

Pravni propisi koji reguliraju politiku dividendi u razvijenim tržišnim privredama često su vrlo složeni, ali im se suština može izraziti relativno lako. Ti propisi zahtijevaju da se dividende plaćaju iz dobiti ostvarene u tekućoj ili ranijim godinama. Zakoni tu naglašavaju tri pravila:

- a) pravilo neto profita,
- b) pravilo nerazdvojjivosti kapitala,
- c) pravilo insolventnosti.

Pravilo neto profita osigurava da se dividende mogu plaćati iz prošle ili sadašnje dobiti. Pravilo o nerazdvojjivosti kapitala štiti dioničare i vjerovnike tako što zabranjuje plaćanje dividendi iz kapitala. Plaćanje dividendi iz kapitala značilo bi distribuiranje investicija, a ne dobiti kompanije. Pravilo insolventnosti osigurava da korporacija ne isplaćuje dividende ako je insolventna. Insolventnost se ovdje definira u smislu bankrota, što znači da je pasiva veća od aktive.

Likvidnosni položaj je drugi činilac. Profiti koji su zadržani kao zadržana dobit (što se prikazuje na desnoj strani bilance kao "zadržane dobiti") mogu se investirati u sredstva koja su potrebna za poslovanje. Tako, -premda kompanija ima iskazanu dobit, ona ne mora biti u mogućnosti da isplati gotovinske dividende zbog razloga likvidnosti. Često zato rastuće, čak vrlo profitabilne kompanije, koje imaju snažnu potrebu za sredstvima, u takvim situacijama izabiru da ne isplaćuju gotovinske dividende.

Potreba isplate obveza. Kada kompanija izda obveznice da bi financirala svoju ekspanziju ili da bi izvršila supstituciju drugih oblika financiranja, ona na raspolaganju ima dvije mogućnosti: ona može refundirati taj dug nakon dospijeca tako da ga zamijeni drugim vrijednosnim papirom, ili može isplatiti dug. U

ovom drugom slučaju to će zahtijevati zadržavanje dobiti.

Ograničenja u ugovorima o zajmovima. Ugovori o zajmovima, pogotovo ako je riječ o dugoročnim zajmovima, često ograničavaju mogućnost kompanije da isplati gotovinsku dividendu. Ovakva ograničenja čiji je cilj da zaštite zajmodavca, obično utvrđuju da:

a) buduće dividende mogu biti isplaćene samo iz dobiti koja nastane nakon potpisa ugovora o zajmu (to znači da buduće dividende ne mogu biti isplaćene iz ranije zadržane dobiti),

b) da se dividende ne mogu isplatiti kada je neto radni kapital (tekuća aktiva umanjena za tekuću pasivu) ispod određenog iznosa. Slično tome, sporazumi o izdavanju prioriternih dionica obično utvrđuju da se gotovinske dividende ne mogu isplatiti na obične dionice dok se ne plate sve prioritete dividende.

Stopa rasta aktive. Što je brža stopa rasta kompanije, bit će veća njena potreba da financira ekspanziju svoje aktive. Što je veća potreba za sredstvima, veća je vjerojatnost da će kompanija zadržati dobit umjesto da je izda u obliku isplate dividendi.

Stopa profita. Stopa povrata na aktivu određuje relativnu privlačnost isplate dobiti u obliku dividendi dioničarima koji će ih zatim iskoristiti na drugom mjestu, u usporedbi s unosnošću njihove upotrebe u datoj kompaniji.

Stabilnost dobiti. Ako je dobit relativno stabilna, tvrtka može bolje predvidjeti kakva će biti buduća dobit. Zato je veća vjerojatnost da će stabilne tvrtke plaćati postotak svoje dobiti kao dividende, od tvrtki čije dobiti jako variraju. Nestabilne tvrtke nisu sigurne da će u narednim godinama očekivana dobit biti ostvarena, pa zato radije zadržavaju veći dio dobiti da bi održale razinu dividendi ako dobit u budućnosti opadne.

Pristup tržištima kapitala. Obično velike tvrtke, koje dugo pokazuju profitabilnost i stabilnost dobiti imaju lakši pristup tržištima kapitala te drugim oblicima eksternog financiranja. Male i nove tvrtke predstavljaju veći rizik za potencijalne investitore. Njihova mogućnost da dođu do sredstava na tržištu kapitala je ograničena, pa zato one moraju zadržavati više dobiti da bi financirale svoje poslovanje. Zato će obično dobro ukorijenjene, velike kompanije, isplaćivati veći dio svoje dobiti od novih i malih tvrtki.

Kontrola. Važan činilac podjele dobiti je utjecaj različitih izvora financiranja na kontrolu kompanije. Neke kompanije će tako voditi politiku ekspanzije samo do opsega vlastite dobiti.

Ovakva politika se brani time da povećanje fondova prodajom običnih dionica odvlači kontrolu nad kompanijom od dominantne grupe u kompaniji. Istovremeno, izdavanje obveznica povećava rizik variranja dobiti postojećih vlasnika kompanije. Oslanjanje na interno financiranje da bi se sačuvala kontrola nad tvrtkom reducira isplatu dividendi.

Položaj dioničara kod oporezivanja. Položaj vlasnika kompanije kod oporezivanja značajno utječe na želju za isplatu dividendi. Naprimjer, ako je kompanija u vlasništvu nekoliko poreznih obveznika koji se nalaze u području progresivnih visokih poreznih stopa, vjerojatno je da će se isplaćivati relativno niske dividende. Vlasnici takvih korporacija su zainteresirani za držanje svog dohotka u obliku dobiti na kapitalu, a ne u dividendama koji mogu biti predmetom visokih poreznih stopa na osobni prihod. Međutim, dioničari velikih korporacija čije dionice su široko rasprostranjene, bit će vjerojatno više zainteresirani za veće dividende. Sigurno je da ovo može uzrokovati sukob interesa u velikim korporacijama između dioničara koji su u području visokih poreznih stopa i onih u području niskih poreznih stopa. Politika dividendi takvih tvrtki može biti kompromis između visokih i niskih isplata dividendi. Ako jedna grupa ipak dominira, i odredi, naprimjer, nisku politiku isplate dividendi, dioničari koji nastoje ostvariti veći dohodak mogu tada prodati svoje dionice i kupiti dionice koje daju veće dividende. Prema tome, do određene mjere, politika plaćanja dividendi neke korporacije određuje tipove njenih dioničara, ali i tipovi dioničara određuju politiku dividendi.

2. ODLUKE O POLITICI DIVIDENDI

Kada je u pitanju konkretna politika dividendi u razvijenim tržišnim privredama može se reći da postoji raširena tendencija korporacija da primjenjuju relativno stabilnu politiku dividendi. Za to postoje brojni empirijski podaci koji pokazuju da premda profit varira ovisno o razini poslovne aktivnosti, dividende su ipak relativno stabilne.² Koncern SIEMENS imao je, naprimjer, slijedeće isplate dividendi u razdoblju od 1985. do 1989. godine:

2. Na temelju Standard & Poor-s 500 godišnjih podataka za razdoblje od 1950. do 1984. godine izračunate su srednje vrijednosti i standardne devijacije dobiti po dionici i dividendi. Koeficijent varijacije za dobiti po dionicama je bio 64,3%, a za dividende 54,8%. Očigledno je veći koeficijent varijacije za dobiti, ali se uočava isto tako da i dividende pokazuju značajne varijacije.

Tabela 1.

DIVIDENDE PO DIONICI U DM KOMPANIJE SIEMENS

Godina	1984/85.	1985/86.	1986/87.	1987/88.	1988/89..
Dividende	12	12	11	11	12,5

IZVOR: SIEMENS Geschäftsbericht 1989, str. 52.

Podaci tabele 1. pokazuju da i kompanija Siemens slijedi relativno stabilnu politiku dividendi. Dividende su smanjene 1986/87. tek kada je drugu godinu uzastopno opala dobit. Premda je 1987/88. dobit ponovo porasla dividende su ostale na istoj nižoj razini. Tek kada je dobit porasla i drugu godinu za redom, 1988/89. povećane su i dividende. Uočljivo je da promjene dividendi na dolje ili gore nisu veće od 10%.

Većina korporacija postavljaju ciljnu visinu dividendi po dionici. Dividende obično rastu sa zakašnjenjem u odnosu na rast dobiti. Taj rast se događa tek onda kada rast dobiti pokaže stabilnost i održivost.³ Kada dividende porastu do te nove razine čine se veliki napor da ih se održi na toj novoj višoj razini. Ako dobit padne postojeća razina dividendi će općenito biti zadržana dok ne bude jasno da se dobit više neće povećati. Prema tome, većina tvrtki držeći relativno stabilne dividende dozvoljava da im se mijenja odnos isplate (odnos između dividende i dobiti). Za ovakvu politiku moraju postojati i dobri razlozi.

Prvo razmotrimo stabilnu politiku dividendi sa stanovišta dioničara kao vlasnika kompanije. Njihovo prihvaćanje ovakve prakse implicira da stabilna politika dividendi dovodi u prosjeku do viših cijena dionica od alternativnih politika dividendi. Postoje razlozi da se može prihvatiti ovakva postavka. Prvo, stabilna

3. Studija Fama, H. and Blahak, H.: Dividend Policy: An Empirical Analysis, American Statistical Association Journal, December 1968. razmotrila je da li tvrtke nastoje održati ciljni odnos isplate dividendi kod normalne dobiti. Njihov uzorak je uključio 392 tvrtke u razdoblju od 1946. do 1964. Prema ovom istraživanju 65,8% tvrtki koje su imale porast dobiti u tekućoj godini također su povećale dividende. Od tvrtki čija dobit je rasla dvije godine uzastopno 74,8% je povećalo dividende, a samo 13,0% ih je smanjilo. Očigledno je da su menadžeri ovih tvrtki smatrali da su dobiti permanentno na višoj razini. Od tvrtki kojima je dobit opala u odnosu na prethodnu godinu 39,5% je smanjilo dividende. Ukoliko su dobiti opadale dvije uzastopne godine gotovo polovina tvrtki (48,8%) smanjilo je dividende. Ovi rezultati u cjelini pokazuju da u kratkom roku dividende ne variraju toliko kao dobiti. Isto tako se pokazuje da je manje vjerojatno da će menadžeri smanjiti nego da će povećati dividende. Na drugi rok, međutim, dividende prate promjene dobiti. U jednoj drugoj studiji Fama (Fama, M.: The Empirical Relationship between the Dividend and Investment Decision, American Economic Review, June 1974.) ekonometrijski je procijenjena brzina prilagođavanja dividendi ciljnoj razini isplate. Ova brzina je procijenjena pomoću tzv. "koeficijenta brzine prilagodbe". Njegova vrijednost je bila 0,251 što znači da u prosjeku tvrtke prilagođavaju svoje dividende za jednu četvrtinu promjene dobiti svake godine.

politika dividendi mogla bi dovesti do viših cijena dionica zato što se može očekivati da će investitori više vrednovati dividende za koje su sigurniji da će ih primiti. To znači da izvjesnije dividende imaju veću očekivanu vrijednost. Ako dividende variraju investitor ih smatra rizičnijim od stabilnih dividendi. Prema tome, isti prosječni iznos dividendi koji se dobije kada politika dividendi varira vjerojatno će imati viši diskontni faktor od onoga koji se primjenjuje na stabilne dividende. To bi značilo da će tvrtke sa stabilnim dividendama imati nižu potrebnu stopu povrata, ili što je isto, troškove kapitala.

Drugo, u razvijenim tržišnim privredama mnogi dioničari žive od prihoda primljenog od dividendi. Takvima variranje dividendi predstavlja veliku neprikladnost. Zato će biti spremni platiti određenu "premiyu" za dionice s relativno osiguranom minimalnom novčanom dividendom.

Treća prednost stabilnih dividendi sa stanovišta korporacije i njenih dioničara je tzv. zahtjev legalnih lista (legal listing). Legalne liste su liste vrijednosnih papira u koje smiju investirati penzijski fondovi, osiguravajuće kompanije, i druge fiducijarne institucije. Jedan od kriterija za stavljanje neke dionice na te liste je da se održava stalna isplata dividendi. Time legalne liste potiču održavanje stabilne politike dividendi.

S druge se strane postavlja pitanje ako investicijske mogućnosti neke korporacije variraju iz godine u godinu, ne bi li mogla zadržati više dobiti u nekim godinama da bi iskoristila te mogućnosti, a zatim povećala dividende kada su loše mogućnosti za investiranje? Na temelju ovakvog razmišljanja došlo bi se do promjenjivih isplata dividendi kod kompanija čije su investicijske mogućnosti nestabilne. Međutim, ovaj argument gubi na značenju kada se uoči da se relativno stabilne dividende mogu održati tako da se koristi vanjsko financiranje, dakle zaduživanje, da bi se izgladile razlike između sredstava potrebnih za investicije i iznosa koji se ostvaruje kroz zadržanu dobit.

Na temelju svega što je do sada rečeno proizlazi da su politike dividendi koje se mogu koristiti slijedeće:

1. Plaćanje stabilnog novčanog iznosa po dionici. Ovu politiku koristi najveći broj korporacija, a radi se o politici stabilnih dividendi.

2. Konstantni odnos isplate. Mali broj korporacija koristi politiku plaćanja konstantnog postotka dobiti. Dobit će svakako varirati, pa korištenje ove politike značit će da će novčani iznos dividendi varirati. Ova politika neće zato iz prethodno navedenih razloga maksimizirati vrijednost dionica date korporacije.

3. Niske redovne dividende uz dodatak. Ova politika je kompromis prve dvije. Ona korporacijama daje fleksibilnost, ali ne daje investitorima sigurnost u pogledu prihoda od dividendi. Ova politika može biti najbolja za korporacije čije dobiti su vrlo promjenjive.

Ako bi se na temelju navedenih politika trebale definirati osnove politike dividendi u dioničkim društvima u gospodarstvu Hrvatske, onda se može reći da bi ova treća politika bila najprihvatljivija za većinu društava. Ovaj sud polazi od trenutnog stanja gospodarstva u kojem je većina poduzeća vrlo zadužena te se može očekivati da će dobit društva značajno varirati, a da će istovremeno trebati privlačiti potencijalne investitore u dionice. Ovo privlačenje moguće je ostvariti i stabilnom isplatom dijela dividendi. Naravno da ovakvo stanje gospodarstva otežava definiranje politike dividendi, ali fleksibilnost koju nudi treća politika daje joj određenu prednost pred druge dvije.

3. REZIDUALNA TEORIJA POLITIKE DIVIDENDI

Rezidualna teorija politike dividendi implicira da se dividende plaćaju nakon što se iscrpe interne mogućnosti investiranja.

Polazište ove teorije je da investitori preferiraju da kompanija zadrži i reinvestira dobit, umjesto da ih isplati kao dividende ako je povrat na reinvestirane dobiti veći od povrata koji bi investitor mogao sam ostvariti na drugim investicijama usporedivog rizika. Tako, ako korporacija može reinvestirati zadržanu dobit uz stopu povrata od 25%, dok je najbolja stopa koju dioničar može ostvariti ako mu se dobit isplati kao dividenda 12%, dioničar će preferirati da tvrtka zadrži dobit.

Trošak dioničarskog (glavničkog) kapitala koji se ostvaruje od zadržane dobiti je oportunistički trošak koji održava stope povrata koje stoje pred investitorima dioničke glavnice. Ako dioničari tvrtke mogu kupiti druge dionice istog rizika i ostvariti 12% dividendi plus dobit na kapitalu, tada je 12% trošak zadržane dobiti. Trošak dodatne dioničke glavnice koja se ostvaruje prodajom običnih dionica je veći zbog troškova emisije.

Velik broj tvrtki ima optimalni odnos zaduženosti koji podrazumijeva barem neki zajam, tako da se novo financiranje obavlja djelomično zaduživanjem, a djelomično iz vlasničke glavnice. Zajmovi imaju druge, a u pravilu manje troškove od dioničke glavnice, tako da se ova dva oblika kapitala moraju kombinirati da bi se odredio prosječan trošak kapitala. Ukoliko se tvrtka

optimalno financira, korištenjem optimalnog iznosa zaduživanja i glavnice, uz uvjet da koristi samo interno generiranu dioničku glavnica (zadržanu dobit), njen marginalni trošak kapitala jednak je prosječnom trošku kapitala. Interno generirana glavnica stoji na raspolaganju za financiranje izvjesnog iznosa novih investicija. Iznad tog iznosa, tvrtka se mora koristiti skupljim izdavanjem običnih dionica. U točki gdje se moraju izdavati dionice, trošak glavnice, pa prema tome i granični trošak kapitala raste.

Moglo bi se učiniti da postoji suprotnost između rezidualne teorije i tvrdnje da bi tvrtke trebale, a u razvijenim tržišnim privredama da i održavaju relativno stabilne gotovinske dividende. Ova suprotnost se prevladava tako što treba shvatiti da ovu teoriju ne treba doslovno primijeniti. Drugim riječima, ne preporučuje se da tvrtka svake godine podčava svoju dividendu jer to i nije neophodno. Tvrtke na zapadu obično imaju ciljnu razinu zaduženosti, ali pri tome mogu biti fleksibilne, pa mogu biti umjereno iznad ili ispod tog ciljnog položaja tijekom bilo koje godine, a bez da to ima ozbiljne posljedice. To znači da ukoliko postoji neuobičajeno velik broj dobrih investicijskih mogućnosti u toku neke godine, tvrtka ne mora smanjiti dividende da bi ih iskoristila. Ona može pozajmiti više nego obično u toj godini, a da pri tome previše ne promijeni svoju zaduženost. Naravno da se ovo oslanjanje na zaduživanje ne može nastaviti u toku dužeg razdoblja, a da se iznos zaduženja značajnije ne poremeti u odnosu na ciljnu vrijednost. U tom slučaju bit će nužno ići na izdavanje novih dionica, ili smanjiti dividende, što znači povećanje zadržanog dijela dobiti.

4. NEKE TEORIJE DIVIDENDI

Postoje dvije osnovne suprotstavljene teorije dividendi u ekonomskoj literaturi. Prva škola koja se veže za M. Gordona i J. Lintnera.⁴ Ona smatra da je dobit od kapitala koja se može očekivati od zadržanih dobiti rizičnija od očekivanja koja su vezana za dividende. Zato ova škola ukazuje da će dobiti tvrtki s niskim isplata dividendi biti u pravilu kapitalizirane uz višu stopu od dobiti tvrtki s visokom isplatom dividendi.

Druga škola se veže za M. Millera i F. Modiglianija.⁵ Ona smatra da su investitori u osnovi

indiferentni da li povrati dolaze u obliku dividendi ili porasta kapitala. Miller i Modigliani vjeruju da je bilo koji utjecaj koji promjene dividendi imaju na cijenu dionica neke tvrtke prvenstveno vezan za informacije o očekivanim budućim dobitima koje se izražavaju u promjenama dividendi. Uzimajući u obzir da tvrtke ne vole smanjenje dividendi, Miller i Modigliani ukazuju da porast gotovinskih dividendi podiže očekivanja budućih dobiti, pa porast dividendi ima poželjan informacijski sadržaj.

Dividende su obično manje neizvjesne od dobiti na kapitalu, ali dividende se oporezuju uz višu stopu od dobiti na kapitalu. Naravno ova dva činioca treba uravnotežiti. Moglo bi se dokazivati da su činioci neizvjesnosti dominantni, ali bi se isto tako moglo smatrati da su različite stope poreza jači čimlac koji uzrokuju da investitori više vole da korporacije zadrže dobit. Postoji i mišljenje da je ovo teško generalizirati. Ovisno o poreznom statusu i tekućim potrebama za dohotkom dioničara tvrtke, kao i internim investicijskim mogućnostima tvrtke, optimalna politika dividendi bit će različita po različitim tvrtkama.

5. DIVIDENDE U DIONICAMA I DIJELJENJE DIONICA⁶

Dividende u dionicama i podjela dionica još je jedno važno područje odlučivanja u modernim korporacijama. Dividenda u dionicama se plaća u dodatnim dionicama, a ne u gotovini, i ona jednostavno podrazumijeva knjigovodstveni transfer od zadržane dobiti na račun glavnice kapitala. Ovaj transfer se mora temeljiti na tržišnoj vrijednosti dionica. Očigledno je da se time dividende u dionicama ograničavaju veličinom zadržane dobiti. Ovo pravilo je potrebno da bi se spriječilo deklariranje dividendi u dionicama ukoliko tvrtka nije imala dobiti. Ono je potrebno da bi se spriječilo da investitori u dionice budu izigrani postupcima beskrupuloznih korporacija. Dividende u dionicama smanjuju odlijevanje novca iz kompanije, a istovremeno ostavljaju vlasnički udio pojedinog dioničara nepromijenjenim. Ako međutim, dioničar želi gotovinu pa proda dividendu u dionicama, on time smanjuje svoj udio u ukupno izdanim dionicama. Postavlja se pitanje zašto kompanije izdaju dividende u dionicama? Jedan razlog je da daju dioničarima do znanja da je dio dobiti zadržan. Drugi je da se gotovina sačuva u kompaniji, a ipak da se nešto dade dioničarima. Treći razlog za dividende u dionicama je i želja, a u nekim slučajevima da se snizi tržišna cijena dionica na povoljniju razinu gdje će dionice biti privlačnije za

4. Gordon, M.J.: Dividends, Earnings and Stock Prices, Review of Economics and Statistics, 41., May 1959, 99—105.

Lintner, J.: Dividends, Earnings, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations, Review of Economics and Statistics, XLIV, August 1962, 243—269.

5. Miller, M.H. and Modigliani, F.: Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, Journal of Business XXXIV, October 1961, 411—433.

6. engl. stock split

veću grupu potencijalnih investitora. No za ovu svrhu može se koristiti i dijeljenje dionica.

Kod dijeljenja dionica ne događa se promjena na računima kapitala. Ovdje se izdaje velik broj običnih dionica. U dijeljenju dva—za—jedan, svaki dioničar će dobiti dvije dionice za svaku dionicu koju je ranije posjedovao. Knjigovodstvena vrijednost po dionici se time prepolovljuje. Par vrijednost po dionici mijenja se na isti način.

Empirijska istraživanja dividendi u dionicama pokazuju kakav je utjecaj dividendi u dionicama na cijenu dionica. Kada su dividende u dionicama kombinirane s rastom dividendi u gotovini vrijednost dionica kompanije je rasla. S druge strane gdje dividende u dionicama nisu bile praćene rastom dividendi u gotovini, u isto vrijeme dolazilo je do pada cijena dionica. Ovo pokazuje da se dividende u dionicama smatraju onim što stvarno i jesu — dodatni komad papira — i da one ne predstavljaju pravi dohodak.

LITERATURA:

1. *Bernstein, L.*: Financial Statement Analysis: Application and Interpretation, rev. ed., Irwin, Homewood, 111, 1978.

2. *Christy, G. A. Clendenin, J. C.*: Introduction to Investment, 8th ed., and., Mc Graw—Hill, New York 1982.

3. *Fama, H. and Babiak, H.*: Dividend Policy: An Empirical Analysis, American Statistical Association Journal, December 1968.

4. *Fuller, R. J. and Farrell, J. L.*: Modern Investment and Security Analysis, Mc Graw—Hill Book Company 1987.

5. *Gordon, M. J.*: Dividends, Earnings and Stock Prices, Review of Economics and Statistics, 41, May 1959, 99—105.

6. *Lintner, J.*: Dividends, Earnings, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations, Review of Economics and Statistics, XLIV, August 1962, 243—269.

7. *Miller, M. and Scholes, M.*: Dividends and Taxes, Journal of Financial Economics (December 1978), pp.333—364.

8. *Miller, M. H. and Modigliani, F.*: Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, Journal of Business, XXXIV, October 1961, 411—433.

9. *Sprecher, C. R.*: Introduction to Investment Management, Houghton Mifflin Company, Boston 1975.

10. *Weston, J. F. and Brigham, E. F.*: Managerial Finance (fourth edition), The Dryden Press, Hinsdale 1972.

Branko Novak, Ph. D.

Summary

DIVIDEND POLICIES OF SHAREHOLDER COMPANIES

This paper deals with the question of profit allocation when tax has been deducted from dividends and the profit held. It also points to the importance of dividend policies for the firm's business and value at the capital market. Effects on the dividend policy are also defined. Stable dividend policy as the most used policy of corporations in the developed market surroundings is especially described, and empirical data is given. Regarding these experiences and the limitations that exist in our economy, a proposal is given for a possible dividend policy of our shareholder companies. Residual dividend policy and some dividend theories, dividends in shares and distribution of share are also discussed in this paper.