

INFLUENCE OF OWNERSHIP CONCENTRATION ON DIVIDEND POLICY

UTJECAJ KONCENTRACIJE VLASNIŠTVA NA POLITIKU DIVIDENDI

KOZUL, Antonija

Summary: *Dividend policy is extremely complex field of the internal financial analysis and it is under the influence of the whole range of factors. One of the key ones is ownership concentration, directly connected with the agency problem. Concerning high concentration in Croatian the conflict of interests between the controlling and minority shareholders is highly important and it has direct influence on the dividend policy. Analysis has shown that the companies with higher ownership concentration less likely pay out dividend. In other words, ownership concentration is significantly lower in the companies that pay out dividends. This result is clearly connected with the agency problem and exploration of the minority shareholders.*

Key words: *dividend policy, ownership concentration, agency problem*

Sažetak: *Politika dividendi je izrazito kompleksno područje interne financijske analize te je pod utjecajem čitavog niza faktora. Jedan od ključnih je koncentracija vlasništva i s njom povezan problem agenata. S obzirom na visoku koncentraciju vlasništva u Hrvatskim poduzećima je izražen sukob interesa kontrolirajućeg i malih dioničara što se izravno odražava na politiku dividendi. Istraživanje je pokazalo kako poduzeća s većom koncentracijom vlasništva rjeđe isplaćuju dividende, odnosno kako je koncentracija vlasništva u poduzećima koja isplaćuju iste znatno manja, što je izravno povezano s problemom agenata te eksproprijacija malih dioničara.*

Ključne riječi: *politika dividendi, koncentracija vlasništva, problem agenata*



Author's data: Antonija **Kožul**, MSc, Faculty of Economics and Business Administration, Zagreb

1. Uvod

Politika dividendi jedno je od najkontroverznijih područja interne financijske analize. Razlog tomu leži u dvojakoj motiviranosti investitora na ulaganje u dionice. Isplatom dividendi dioničar prima tekući dohodak, ali istodobno poduzeće ostaje bez sredstava čija bi efikasna upotreba mogla dovesti do rasta cijene dionice i ostvarivanja kapitalnog dobitka. Postavlja se pitanje koji su ključni faktori na temelju kojih menadžment poduzeća odlučuje o raspodjeli dobiti na zadržane zarade i dividende kao i kakav utjecaj politika dividendi ima na investicijske odluke investitora.

Pored neizvjesnosti, poreza, preferencija investitora, informacijskog učinka i drugih faktora izrazito veliku ulogu u oblikovanju politike dividendi igra problem agenata i s njim povezana koncentracija vlasništva. U zemljama čija poduzeća većinom imaju diversificiranu vlasničku strukturu glavni sukob interesa se očituje između menadžmenta i dioničara, a u zemljama u kojima većinu poduzeća karakterizira koncentrirana vlasnička struktura između malih i velikih dioničara. To se izravno odražava na dividende koja su tako veće i učestalije u Kanadi, Sjedinjenim Američkim Državama i Velikoj Britaniji nego u Japanu i drugim zemljama u razvoju[1]. Objašnjenje za takvu situaciju se može pronaći upravo u utjecaju koncentracije vlasništva odnosno s njom povezanog problema agenata.

U skladu s prethodno navedenim, cilj ovog rada je utvrditi utjecaj koncentracije vlasništva na politiku dividendi odnosno s njom povezanog problema agenata. Stoga će se najprije dati teoretski prikaz uporišta na kojem počiva pretpostavka o povezanosti istih, nakon čega će se prikazati rezultati empirijskog istraživanja provedenog na primjeru hrvatskih poduzeća. Očekuje se da će rezultati pokazati kako koncentracija vlasništva negativno djeluje na isplatu dividendi istih te time upućuje na postojanje problema agenata prije svega između malih i velikih dioničara.

2. Teorije politike dividendi

Teorija irelevantnosti dividendi kaže da je u uvjetima savršenog tržišta, racionalnog ponašanja i savršene izvjesnosti politika dividendi irelevantna[2]. Ta se tvrdnja temelji na konceptu domaćinskog kreiranja dividendi[3] prema kojem dioničar može u svakom trenutku prodajom dionica kreirati željenu politiku dividendi.

U uvjetima stvarnog svijeta u kojem postoji neizvjesnost, porezi, asimetričnost informacija, različite preferencije investitora, transakcijski troškovi i čitav niz drugih nesavršenosti postavka o irelevantnosti dividendi ne vrijedi[4] te je razvijeno nekoliko drugih teorija politike dividendi. Gordonova teorija ptice u ruci kaže kako investitori, zbog neizvjesnosti povezane s rastom cijene dionice, preferiraju isplatu većih dividendi[5]. Teorija porezne diferencijacije razmatra utjecaj poreza te pokazuje kako oni utječu na politiku dividende na tri načina: odnosom stope poreza na kapitalni dobitak i poreza na dividende, mogućnošću odgađanja poreza na kapitalni dobitak, te različitim poreznim opterećenjem različitih skupina investitora[6]. Kako se u Hrvatskoj ne oporezuje ni kapitalni dohodak ni dividende, ona u slučaju Hrvatskih poduzeća nema veliku ulogu. Na temelju asimetričnosti informacija razvijena je

teorija o informacijskom ili signalnom učinku dividendi prema kojoj menadžment koristi novčane dividende kako bi signalizirao promjene svojih očekivanja o budućem prosperitetu poduzeća[7]. Pored navedenih teorija, uz dividende se veže i efekt klijentele koji govori o povezanosti preferencija investitora i politike dividendi, odnosno utjecaju potreba za tekućim dohotkom, rizika koji su investitori spremni prihvatiti, poreznog opterećenja kojem podliježu i sličnih faktora, na istu. Uz sve navedeno, potrebno je naglasiti utjecaj teorije agenata prema kojoj je politika dividendi pod veliki utjecajem sukoba između menadžera i dioničara, velikih i malih dioničara, kreditora i dioničara te drugih interesnih skupina. Ona ima izrazito veliku ulogu u oblikovanju politike dividende u različitim poduzećima, odnosno zemljama, te joj je stoga posvećena osobita pažnja u ovom radu.

3. Teorija agenata

Jedan od ključnih faktora koji utječe na politiku dividendi je problem agenata koji se može definirati kao odnos u kojem jedna ili više osoba, principala, angažira drugu osobu, agenta, za obavljanje određenog posla/ova za njega/njih te pritom delegira/ju donošenja odluka na agenta. Ako obje strane nastoje maksimalizirati korisnost, opravdano je pretpostaviti da se agent neće uvijek ponašati u skladu s interesima principala. Stoga će principal određenim mjerama, s više ili manje uspjeha, nastojati smanjiti vjerojatnost takvog ponašanja.[8] Problem agenata, odnosno sukoba interesa između, primjerice, menadžera i malih dioničara u poduzeću s raspršenom vlasničkom strukturom ili velikog/ih dioničara i manjinskih dioničara u poduzeću s koncentriranom vlasničkom strukturom, ključan je u analizi modernog poduzeća[9]. Agenti koji kontroliraju poslovanje i imovinu poduzeća mogu na različite načine koristiti tu imovinu u svrhe koje su štetne interesima drugih skupina. Tako primjerice, menadžeri i kontrolirajući dioničari mogu koristiti transferne cijene tj. prodavati po preniskim cijenama proizvode poduzeća entitetima s kojima su povezana ili kupovati od istih proizvode po nerealno visokim cijenama - isto je moguće i sa imovinom poduzeća poput pogona ili poslovnih jedinica[10]; koristiti imovinu poduzeća kao kolateralu za financiranje drugih subjekata; prisvajati poslovne prilike; onemogućavati poslovne transakcije s drugim poduzećima i slično[11]. Pored ovih transakcija, agenti mogu emitirati dionice čiji je cilj razvodnjavanje, primjerice dionice bez prava prvokupa; poduzimati mjere kojima se nastoje istisnuti manjinski dioničari, poput neisplate dividendi ili prijetnje otpuštanjem dioničarima koji su ujedno i zaposlenici[11]; te poduzimati projekte koji za cilj nemaju maksimalizaciju bogatstva dioničara, poput rasta samog po sebi, sponzoriranja aktivnosti poput nogometnih klubova i slično[12].

4. Povezanost koncentracije vlasništva i problema agenata

U svakom poduzeću postoji nekoliko interesnih skupina pa se problem agenata pojavljuje u više oblika: kao sukob interesa menadžera i vlasnika; malih i velikih dioničara; vjerovnika i vlasnika te drugih. Koji će problem agenata biti najizraženiji

ovisi o značajkama samog poduzeća u kojem te interesne skupine djeluju, pri čemu će ključnu ulogu imati koncentracija vlasništva. U Velikoj Britaniji, Kanadi i Australiji u kojima je vlasništvo nad velikim poduzećima relativno raspršeno, većinu velikih poduzeća u značajnoj mjeri kontrolira menadžment[13] pa je sukob interesa između menadžmenta i dioničara najistaknutiji problem agenata. U većini drugih zemalja, velika poduzeća u pravilu imaju dioničare, poput obitelji osnivača, koji kontroliraju značajan dio glavnice poduzeća. U takvim su poduzećima veliki dioničari, a osobito većinski dioničar, najčešće i sami dio menadžmenta poduzeća[11] čime se znatno smanjuje problem sukoba interesa između menadžmenta i dioničara pa problem menadžerske kontrole nije ozbiljan kao u anglosaksonskim zemljama. S druge strane, kontrolirajućim dioničarima se ujedno omogućuje donošenje odluka na štetu manjinskih dioničara te tako intenzivira sukob interesa malih i velikih dioničara[13].

4.1. Utjecaj problema agenata na politiku dividendi

U poduzećima s niskom koncentracijom vlasništva glavni je problem sukob interesa između dioničara i menadžmenta poduzeća, a jedan od načina njegova smanjenja je isplata dividendi kojom se smanjuje slobodan novčani tok koji je na raspolaganju menadžmentu te mogućnost poduzimanja projekata s negativnom čistom sadašnjom vrijednošću, odnosno projekata koji ne povećavaju bogatstvo dioničara. Time se smanjuje i problema nadgledanja koji je u poduzeću bez kontrolirajućeg dioničara naglašen zbog teškoće zajedničkog djelovanja velikog broja malih dioničara, ali i problem averzije prema riziku koja je izraženija kod menadžmenta poduzeća nego kod njegovih dioničara[14]. Osim zbog smanjena novčanog toka koji menadžerima stoji na raspolaganju, problem nadgledanja se smanjuje i zbog činjenice da će poduzeće koje isplati veći dio dobiti u pravilu morati konzistentno pribavljati kapital iz vanjskih izvora emitiranjem dionica, obveznica ili drugih instrumenata. Tada njegove operativne i financijske odluke proučavaju različiti sudionici tržišta, poput investicijskih bankara koji potpisuju emisiju, analitičara rejting agencija te krajnjih investitora koji kupuju vrijednosne papire. Oni tek odlučuju o kupnji vrijednosnih papira i pri tome sami donose odluke, za razliku od malih dioničara koji imaju vrlo malu mogućnost utjecaja na odluke menadžmenta poduzeća zbog problema kolektivnog odlučivanja. Iz navedenog se može zaključiti kako su novi investitori efikasniji nego stari u nadziranju i ocjeni rada menadžmenta.[15]

U poduzećima s visokom koncentracijom vlasništva u kojima postoji kontrolirajući dioničar glavni je problem agenata eksproprijacija malih dioničara. Kako kontrolirajući dioničar ima različite mogućnosti „izvlačenja“ sredstava iz poduzeća i ostvarivanja dohotka, logično je očekivati da će poduzeće s visokom koncentracijom vlasništva rjeđe isplaćivati dividende jer u tom slučaju kontrolirajući dioničar dobit mora dijeliti s ostalim dioničarima. Postojanje kontrolirajućeg dioničara je učestalije u zemljama sa slabijom zakonskom zaštitom investitora u kojima je često jedini način efikasne zaštite od eksproprijacije od strane velikog dioničara. Na taj se način rješava i problem nadgledanja i problem averzije prema riziku jer je kontrolirajući dioničar najčešće dio menadžmenta poduzeća.

4.2. Povezanost koncentracije vlasništva i politike dividendi u Hrvatskoj

U ovom je istraživanju ključno pitanje povezanost koncentracije vlasništva sa politikom dividende u hrvatskim poduzećima te s tim u cilju prikupljeni podaci o udjelu u vlasništva najvećeg dioničara te dividendama 226 poduzeća čije su dionice bile uvrštene na Uređeno tržište Zagrebačke burze u travnju 2010. Izvor podataka bili su financijski izvještaji poduzeća na stranicama burze, dostupni za 212 od 225 poduzeća te su samo ona uzeta u obzir prilikom istraživanja. Podaci se odnose na 2007. Godinu, a razlog promatranja podataka za 2007. godinu leži u činjenici da su podaci od dividendama uzimani većim dijelom iz izvještaja o novčanom toku. Kako su dividende za 2008. isplaćene u pravilu u 2009. godinu za koju sva poduzeća nisu još dostavila financijske izvještaje bilo bi izrazito teško prikupiti podatke za sva poduzeća te su stoga uzeti podaci za 2007 godinu.

Rezultati istraživanja pokazuju kako je koncentracija vlasništva u Hrvatskoj znatno visoka. Prosječan udio najvećeg dioničara u vlasništvu promatranih poduzeća u travnju 2010. iznosila je 50.94%. Pri tome je kod 50% dionica najveći dioničar imao više od 51,00% dionica, a kod 50% manje od 51% dionica poduzeća, iz čega slijedi da je većina poduzeća imala većinskog vlasnika, odnosno kontrolirajućeg dioničara.

U slijedećoj tablici je prikazan udio vlasništva najvećeg dioničara za poduzeća podijeljena u dvije skupine po kriteriju isplate ili neisplate dividendi. Iz prikazane se tablice vidi kako izrazito veliki dio Hrvatskih poduzeća, 71,70%, ne isplaćuje dividende što se i očekivalo s obzirom na visoku koncentraciju vlasništva. Pored toga može se uočiti kako je razlika u udjelu najvećeg dioničara između skupine poduzeća koja ne isplaćuju dividende i poduzeća koja ih isplaćuju značajnih 12,02 postotnih poena.

	Broj poduzeća	Udio poduzeća	Standardna devijacija	Udio vlasništva najvećeg dioničara
Ne isplaćuju dividende	152	71,70%	25,24%	54,28%
Isplaćuju dividende	60	28,30%	8,43%	42,08%
	212	100,00%		

Tablica 1. Struktura poduzeća prema isplati/neisplati dividendi u Hrvatskoj

Provođenjem statističkog testa o razlici aritmetičkih sredina populacija na temelju nezavisnih uzoraka, čiji su rezultati prikazani u tablici 2., prikazano je kako se na razini signifikantnosti od 5% ne može odbaciti hipoteza kako je postotak vlasništva najvećeg dioničara u poduzećima koja ne isplaćuju dividende veći nego u poduzećima koja isplaćuju dividende.

Hipoteza: $H_1 = x_1 - x_2 \geq 0$					
Isplata dividendi	Aritmetička sredina	Varijanca	Standardna pogreška	Test veličina	P vrijednost
Ne isplaćuju dividende	0,5428 (x1)	0,0637	0,04271	2,8572	0,0028
Isplaćuju dividende	0,4208(x2)	0,0843			

Tablica 2. Testiranje hipoteza kako je postotak vlasništva u poduzećima koja ne isplaćuje dividende veći nego u poduzećima koja isplaćuju dividende

Time se dokazuje utjecaj koncentracije vlasništva na odluku o isplati ili neisplati dividendi.

Tablica 3. prikazuje poduzeća podijeljena u dvije skupine s obzirom na postojanje većinskog vlasnika (dioničar koji ima više od 50,01% dionica poduzeća). Iz nje se vidi kako je postotak poduzeća koja imaju većinskog vlasnika te ne isplaćuje dividende veći za 13,68 postotnih poena veći nego postotak poduzeća koja nemaju većinskog vlasnika. Taj podatak upućuje na zaključak kako postojanje većinskog vlasnika smanjuje vjerojatnost da će poduzeće isplaćivati dividende. Do istog zaključka se dolazi i ako uspoređujemo postotak poduzeća koja isplaćuju dividende s obzirom na postojanje većinskog vlasnika, ali je navedeno potrebno dokazati provođenjem statističkog testa.

Udio vlasništva najvećeg dioničara	Ne isplaćuju dividende		Isplaćuju dividende	
	Postotak	Standardna devijacija	Postotak	Standardna devijacija
Ima većinskog vlasnika	77,68%	14,17%	22,32%	16,04%
Nema većinskog vlasnika	64,00%	11,58%	36,00%	11,44%

Tablica 3. Struktura poduzeća koja isplaćuju/ne isplaćuju dividende s obzirom na postojanje većinskog vlasnika

Provođenjem jednosmjernog statističkog testa o razlici proporcija dviju populacija je pokazano (tablica 4.) kako se na razni signifikantnosti od 5% ne može odbaciti hipoteza kako poduzeća koja imaju većinskog vlasnika u većem postotku ne isplaćuju dividende nego poduzeća koja nemaju većinskog vlasnika.

Hipoteza: $H_1 = p_1 - p_2 \geq 0$						
Većinski vlasnik	Veličina uzorka	Ne isplaćuju dividende		Standardna pogreška	Test veličina	P-vrijednost
Ima	112	87	77,68% (p1)	0,0623	2,1962	0,0139
Nema	100	64	64,00% (p2)			

Tablica 4. Testiranje hipoteza kako poduzeća koja imaju većinskog vlasnika u većem postotku ne isplaćuju dividende nego poduzeća koja nemaju većinskog vlasnika

Na temelju prikazanih podataka može se zaključiti kako je udio vlasništva najvećeg dioničara važan čimbeniku u kreiranju politike dividendi Hrvatskih poduzeća. Ipak, ostaje niz otvorenih pitanja vezanih uz utjecaj vlasničke strukture na politiku dividendi na koje odgovore trebaju dati nova istraživanja. Neka do njih su utjecaj drugog velikog dioničara, prisutnost institucionalnog investitora poput mirovinskog ili investicijskog fonda u vlasničkoj strukturi, postojanje stranog vlasništva i slično.

5. Zaključak

Jedan od ključnih problema razmatranja suvremenih poduzeća je problem agenata iz kojeg proizlazi problem eksproprijacije principala. U poduzećima s koncentriranom

vlasničkom strukturom koja čine većinu hrvatskih poduzeća jedan od ključnih problema je eksproprijacija malih dioničara od strane kontrolirajućeg dioničara. Taj je problem osobito izražen zbog nedovoljne zakonske zaštite čija je primjena u praksi vrlo često upitna. Ako većinski dioničar ima na raspolaganju čitav niz, više ili manje, zakonitih načina za „izvlačenje dobiti“ iz poduzeća logično je očekivati da će njegov interes za isplatu dividendi biti manji nego da je on jedan od malih dioničara. Istraživanje je pokazalo kako je koncentracija vlasništva znatno veća u poduzećima koja ne isplaćuju dividende što upućuje na potencijalni problem eksproprijacije malih dioničara. Ovo je istraživanje samo mali prilog razotkrivanja politike dividendi koja je u Hrvatskoj izrazito slabo istražena te ostavlja neodgovorenim čitav niz pitanja.

6. Literatura

- [1] Roos, S.A.; Westerfield, R.W & Jaffe, J. (2002.). *Corporate Finance*, Seventh Edition, McGraw Hill
- [2] Miller, H.M. & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares, *The Journal of Business*, Vol. 34, No.4.
- [3] Orsag, S. (2003): *Vrijednosni papiri*, Revicon, Sarajevo
- [4] Van Horne J.C. (1995). *Financial Management and Policy*, Prentice Hall International, Inc., Tenth Edition, str. 321.
- [5] Gordon M.J. (1963). Optimal Investment and Financing Policy, *The Journal of Finance*, Vol. 18., No.2., str. 265.
- [6] Litzenberger, R.H. & Ramaswamy K. (1979). Taxes, dividends and capital asset proces, *Journal of Financial Economics* 7, str. 190.
- [7] Aharony, J. & Swary, I. (1980). Quarterly Dividend and Earning Announcements and Stockholder's Returns: An Empirical Analysis, *The Journal of Finance*, Vol. XXXV.
- [8] Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*
- [9] Berle A.A. & Means, G.C. (2009). *The Modern Corporation and Private Property*, 10.izdanje (originalno iz 1932.)
- [10] Schleifer, A. & Vishy R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52 izd.: 737-783.
- [11] Johnson, S.; La Porta R.; Lopez-de-Silanes F. & Schleifer, A. (2000). Tunneling, *The American Economic Review*, izd.: 22-27.
- [12] La Porta, R.; Lopez-de-Silanes F.; Schleifer A. & Vishy R. (2000). Agency problems and dividend policies around the world, *Journal of Finance*, 1-33.
- [13] La Porta R.; Lopez-de-Silanes F. & Schleifer A. (1999). Corporate ownership around the world, *The Journal of Finance*, Vol. LIV, No. 2;
- [14] Easterbrook F.H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends, *The American Economic Review*, Vol. 74., No. 4.
- [15] Jensen, C.M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *The American Economic Review*, Vol. 76., No.2. str. 323.-329.

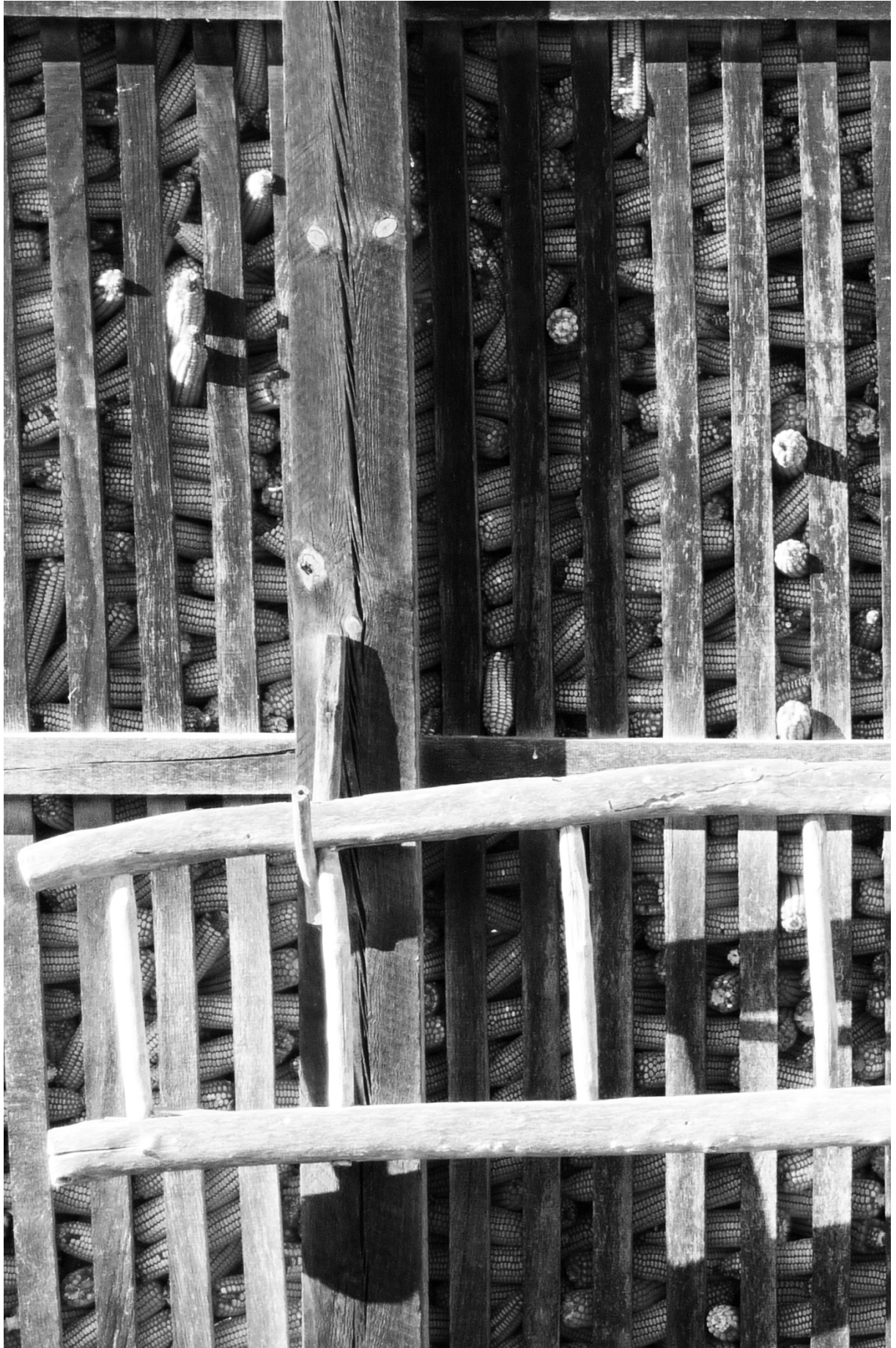


Photo 078. Corn box / Kukuruzana