

DIVIDEND SMOOTHING OF COMPANIES ON ZAGREB STOCK EXCHANGE

IZGLA IVANJE DIVIDENDI DIONI KIH DRUŠTAVA NA ZAGREBA KOJ BURZI

MILETIC, Marko & PERKUSIC, Dijana

Abstract: *According residual dividend policy, dividend is a residual remainder of operating cash flows after settlement of all investments with a positive net present value. However, various researches show that the dividend is not a residual rest. Managers implement dividend smoothing policy over dividends. The aim of this paper is to examine whether managers manage dividends and how big is the degree of smoothing over the dividends of companies listed on the ZSE.*

Key words: *dividend smoothing, Zagreb Stock Exchange, stocks*

Sažetak: *Prema rezidualnoj dividendnoj politici dividenda predstavlja rezidualni ostatak operativnih nov anih tokova nakon podmirenja investicija s pozitivnom neto sadašnjom vrijednoš u. Me utim podaci raznih istraživanja ipak pokazuju kako dividenda nije samo rezidualni ostatak ve kako menadžeri provode politiku ugla ivanja dividendi. Cilj rada je ispitati upravljaju li menadžeri dividendama i koliki je stupanj ugla ivanja dividendi kompanija na Zagreba koj burzi.*

Ključne riječi: *ugla ivanje dividendi, Zagreba ka burza, dionice*



Authors' data: Marko Miletic, univ. spec. oec, viši predava , Sveu ilišni odjel za stru ne studije Sveu ilišta u Splitu, Livanjska 5/III, mamiletic@oss.unist.hr; Dijana Perkuši , dipl. oec., predava , Sveu ilišni odjel za stru ne studije Sveu ilišta u Splitu, Livanjska 5/III, pdijana@oss.unist.hr

1. Uvod

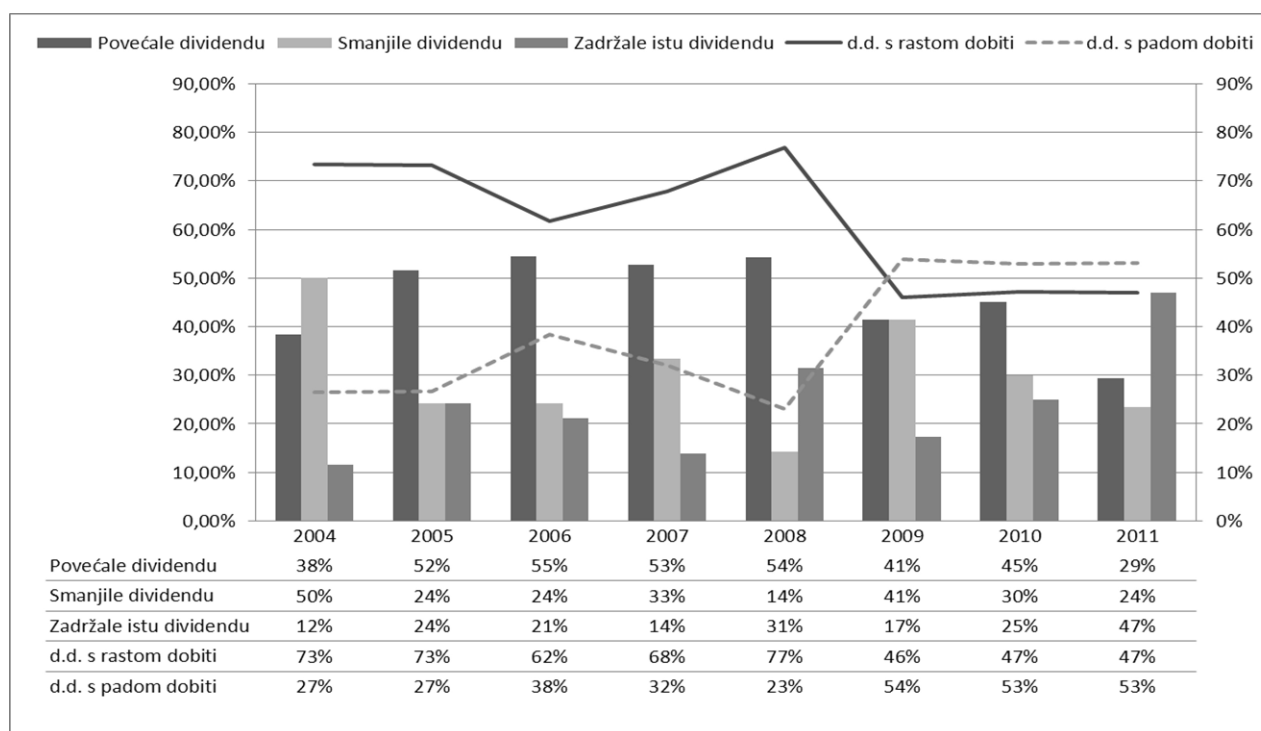
Dividendna politika spada u područja koja su u financijama jedno od najistraživanijih područja. S jedne strane dividendna politika, pored investicijske politike i financijske politike smatra se jednom od najvažnijih politika, dok s druge strane, promatrana je kao usputna politika, kojoj se ne treba posvećivati pažnja. Prema zagovornicima dividendne politike kao usputne politike, upravljana dividendna politika, prema kojoj menadžer nastoji postići i željeni obrazac isplate dividendi, ne stvara vrijednost u odnosu na rezidualnu politiku. Prema rezidualnoj dividendnoj politici dividenda predstavlja rezidualni ostatak operativnih novanih tokova nakon podmirenja investicija s pozitivnom neto sadašnjom vrijednošću.

Međutim podaci raznih istraživanja ipak pokazuju kako dividenda nije samo rezidualni ostatak već kako menadžeri provode politiku uglavnanja dividendi. Menadžment je zainteresiran za njezino upravljanje i provođenje i pri tome postoje određene varijable (determinante) koje utječu na njihove odluke. Prvi koji je postavio tezu kako menadžment dividendama upravlja jest John Lintner [1] svojim radom iz 1956. godine. Lintnerovo istraživanje, koliko davno bilo provedeno, ima dugoodržive zaključke. Zaključci rada Lintnera mogu se svesti na sljedeće: kompanije imaju dugoročne ciljeve omjere isplate dividendi i zarada, menadžeri su više usredotočeni na promjenu dividende nego na njezine apsolutne iznose, promjene dividendi slijede pomake u dugoročno održivoj zaradi, menadžeri nerado uvode promjene dividendi koje bi mogle imati negativne posljedice, posebno nerado smanjuju dividende. Prema Lintneru, menadžeri nastoje upravljati dividendama. Upravljaju i dividendama smanjuju njihovu volatilnost (uglavnanje ih) u odnosu na volatilnost zarada koje kompanije ostvaruju.

Cilj rada je ispitati upravljaju li menadžeri dividendama i koliki je stupanj uglavnanja dividendi kompanija na Zagrebačkoj burzi. Rad se sastoji od četiri dijela. U prvom dijelu, Uvodu, izlaže se predmet istraživanja i navodi osnovni cilj rada. U drugom dijelu rada predstavljaju se rezultati sljedećih istraživanja i daje se uvid u jednostavnog pokazatelja uglavnanja dividendi. Treći dio rada opisuje uzorak i metodologiju istraživanja i provedbu samog istraživanja na kompanijama na Zagrebačkoj burzi, četvrtim dijelom se zaključuje.

2. Pokazatelji uglavnanja dividendi

Slikom 1 grafički je prikazano kretanje dividendi i zarada za vremenski period od 2003. do 2011. godine za kompanije koje su u promatranom periodu minimalno pet godina uzastopce isplatile dividendu.



Slika 1. Kretanja smjera dividendi i dobiti.

U periodu od 2004. do 2007. godine, koje se može okarakterizirati kao period gospodarskog rasta, može se vidjeti kako je veliki broj kompanija povećao svoju dividendu. Ukupan broj kompanija koji je povećao dividendu svake godine je bio manji od ukupnog broja kompanija sa povećanom zaradom u promatranom godini. Prosječan rast dobiti društva koja su imala povećanje dobiti u periodu od 2004. do 2007. godine iznosio je 122,89%, dok je prosječan rast dividendi za društva koja su povećala dividendu iznosio 37,63%. Ukoliko se promatraju kompanije koje su smanjivale dividendu njihov ukupan broj svake godine takođe je bio manji od ukupnog broja kompanija koja su imala pad dobiti. U periodu od 2008. do 2011. godine kada se povećao broj društava sa padom dobiti u odnosu na prethodne godine navedeni odnosi ostaju isti. Međutim, u promatranom periodu je razmjerno manji broj kompanija smanjivao dividendu u odnosu na broj kompanija sa padom dobiti. Istovremeno rastao je udio kompanija koja su zadržale dividendu nepromijenjenom što upućuje na potvrdu Lintnerovog zaključka kako menadžeri nastoje izbjeći smanjivanje dividendi, odnosno nastoje upravljati njima. Prosječan pad dobiti kompanija za period 2008. do 2011. godine iznosio je 76,30%. Istovremeno prosječan pad dividendi za društva koja su smanjila dividendu iznosio je 29,74%. U uvjetima neizvjesnosti, kakvog karakterizira period od 2008. do 2011. godine, raste broj društava koji ne mijenjaju dividendu. Kompanije ne donose olako odluke o smjeru dividendi kada posluju u uvjetima neizvjesnosti već nastoje određeni vremenski period zadržati dividende na istom nivou, dok uvjeti poslovanja ne postanu jasniji. Za cijeli promatrani period prosječan rast dobiti za društva sa povećanjem dobiti iznosio je 98,31% dok je istovremeno ukupni prosječan rast dividendi iznosio 47,26%. Ukupan prosječan pad dobiti za isti vremenski period iznosio je 44,43%, dok je ukupno prosječno smanjenje dividendi iznosilo 28,09%. Temeljem prikaza kretanja

smjera dividendi i dobiti može se dobiti grafi ki uvid o tome kako kompanije na Zagreba koj burzi upravljaju svojim dividendama. Kada se navedenom kretanju dividendi i dobiti dodaju i polazni podaci kojim mnogi znanstvenici nastoje utvrditi kako se dividendama upravlja, može se dobiti gruba procjena kako je dividendna politika kompanija na Zagreba koj burzi upravljana politika. Ti podaci su volatilitnost dividendi u usporedbi sa volatilitnoš u dobiti.

3. Rezultati prethodnih istraživanja o ugla ivanju dividendi.

Tako Lease et al. [2] navode kako je standardna devijacija ispla enih dividendi na agregatnoj razini u SAD-u 72 milijarde dolara nasuprot standardnoj devijaciji zarada od 119 milijardi dolara. Navode kako su dividende manje volatilne nego zarade, sugeriraju kako menadžment upravlja dividendama. Damodaran [3], navodi kako je promjena dividendi na godišnjoj bazi manje volatilna nego promjena zarada. Standardna devijacija godišnjih promjena dividendi iznosi 5,17% dok standardna devijacija godišnjih promjena zarada iznosi 14,69%. Damodaran isti e kako je standardna devijacija odnosa zarade i cijene dionica statisti ki zna ajno ve a od standardne devijacije dividendnih prinosa. Andres et al. [4] u istraživanju o dividendama u Njema koj navode podatak kako je standardna devijacija dividende po dionici (DPS) 11,9 dok je standardna devijacija zarada po dionici (EPS) 47, koeficijent varijacije za DPS iznosi 0,99, a za EPS 2,62. Za dobivene podatke navode kako pružaju “grubu” procjenu stupnja ugla ivanja dividendi u Njema koj.

4. „Gruba“ procjena ugla ivanja dividendi kompanija za Zagreba koj burzi.

Navedeno je kako polazni podaci kojim mnogi znanstvenici nastoje utvrditi kako se dividendama upravlja (tj. dividendna politika je upravljana) jest volatilitnost dividendi u usporedbi sa volatilitnoš u dobiti. Na temelju analize volatilitnosti dividendi i zarada može se dobiti gruba procjena ugla ivanja dividendi na promatranim tržištima. U istraživanju grube procjene ugla ivanja dividendi kompanija na Zagreba koj burzi koristit e se dvosmjerni t-test. Uzorak predstavljaju kompanije izlistane na Zagreba koj burzi i koje su u periodu od 2003. godine do 2011. godine minimalno pet godina za redom isplatile redovnu dividendu. Temeljem zadanih kriterija ukupno 37 kompanija e biti uzeto u istraživanje. Rezultati provedbe istraživanja prikazani su tablicom 1. Volatilitnost dividendi kompanija na Zagreba koj burzi (tablica 1.) u skladu je sa rezultatima istraživanja navedenim u prethodnom poglavlju. Volatilitnost dividendi ve a je od volatilitnosti zarada.

Stavke	Ø DPS	Ø EPS	Ø CV DPS	Ø CV EPS	Ø DPS u %	Ø EPS u %
Uzorak	17,37	66,79	0,31	0,43	36	118
p-vrijednost u %	0,3		1,3		12,3	

Tablica 1. Ispitivanje volatilitnosti dividendi i zarada kompanija na Zagreba koj burzi

Prosje na standardna devijacija DPS-a iznosi 17,37 dok prosje na standardna devijacija EPS-a istih kompanija iznosi 66,79 i ve a je približno 4 puta. Rezultati dvosmjernog t-testa pokazuju kako postoji statisti ki zna ajna razlika (p-vrijednost iznosi 0,3%) izme u standardne devijacije DPS-a i standardne devijacije EPS-a. Kako se radi o kompanijama sa razli itim veli inama DPS-a i EPS-a, bolja mjera za usporedbu je koeficijent varijacije, te on za DPS iznosi 0,31, a za EPS 0,44. Navedeni rezultati potvr uju kako je DPS manje volatilna nego EPS. Razlika izme u koeficijenta varijacije DPS-a i EPS-a je statisti ki zna ajna na nivou od 5% (p-vrijednost iznosi 1,3%). Ukoliko se uspore uje volatilnosti relativnih godišnjih promjena DPS-a i EPS-a rezultati tako er govore o ve oj volatilnosti godišnjih promjena EPS-a. Prosje na standardna devijacija godišnjih relativnih promjena DPS-a iznosi 42%, dok prosje na standardna devijacija relativnih godišnjih promjena EPS-a iznosi 111%. Me utim ove dvije vrijednosti se statisti ki ne razlikuju.

5. Zaklju ak

Na temelju prethodno iznesenih deskriptivnih i statisti kih podataka može se donijeti zaklju ak kako kompanije na Zagreba koj burzi provode upravljaju politiku sa odre enim višim stupnjem ugla ivanja dividendi u odnosu na zaradu.

6. Literatura

- [1] Litner, J. (1956). Distribution Of Incomes Of Corporations Among Dividends, Retained Earnings And Taxes, *American Economic Review* Vol. 46, No. 2, 97-113.
- [2] Lease, R. C., et al. (2000). *Dividend policy: its impact on firm value*, Harvard Business School Press.
- [3] Damodaran, A. (2010). *Applied corporate finance*, John Wiley & Sons.
- [4] Andres, C., Betzer, A., Goergen, M. & Renneboog, L. (2009). Dividend policy of German firms. A panel data analysis of partial adjustment models, *Journal of Empirical Finance*, Vol.16, No. 2, 175–187.



Photo 055. Castle in Kutjevo / Dvorac u Kutjevu