

# DIVIDENDNA POLITIKA PREDUZEĆA: DA LI JE MOGUĆE POSTIĆI EKONOMSKI KONSENZUS?<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Vladimir Mirković

<sup>1</sup>Eurobank EFG a.d. Beograd

([vladamirkovic@orion.rs](mailto:vladamirkovic@orion.rs))

<sup>2</sup>Marija Knežević

([marijaknezevic@yahoo.com](mailto:marijaknezevic@yahoo.com))

**Rezime:** Dividendna politika preduzeća predstavlja jednu od najčešće obrađivanih tema u ekonomskoj literaturi, ali istovremeno i temu koja je predmet kontroverznih mišljenja. Detaljna razmatranje različitih teorijskih postavki politike dividende kao i poznate Miller-Modigliani hipoteze irelevantnosti dividende, pružaju značajnu pomoć u sveobuhvatn sagledavanju dividendne politike, koju preduzeća vode. Uzimajući u obzir mišljenja eminentnih ekonomista, i autori ovog rada, ističu da se jedino sa sigurnošću može reći da je i dalje na snazi poznata misao Fisher Black-a da „što više pratimo dividendnu politiku, to više imamo osećaj da je reč o jednoj slagalici, čiji se delovi nikako ne uklapaju u mozaik“.

**Ključne reči:** politika dividendi, MM hipoteza, ekonomski konsenzus, indeks BELEX15, akcionari.

## 1. Uvod

Dividendna politika preduzeća predstavlja jednu od najčešće obrađivanih tema u ekonomskoj literaturi, ali istovremeno i temu koja je predmet kontroverznih mišljenja.

U prošlosti su učinjena mnoga teorijska i empirijska istraživanja koja su bila zasnovana na tematici politike dividende, ali i dalje u praksi imamo razmimoilaženja vezana za odluke o raspodeli dividende i njihovom značaju za funkcionisanje celokupnog finansijskog tržišta. Detaljna razmatranje različitih teorijskih postavki politike dividende kao i poznate Miller-Modigliani hipoteze irelevantnosti dividende, pružaju značajnu pomoć u sveobuhvatnom sagledavanju dividendne politike, koju preduzeća vode.

---

<sup>1</sup> Pregledni rad. Primljeno u redakciju: 18.12.2012. Prihvaćeno za objavljivanje: 23.05.2013

Postizanje konsenzusa vezanog za pitanje korporativne politike dividendi zahteva obrazloženje ekonomske pozadine dividendne politike. Sam pojam dividendne politike se odnosi na „praksu menadžmenta u procesu donošenja odluka o isplati dividende a vezano za veličinu i način distribucije gotovine akcionarima“.<sup>2</sup> Brojni nalazi ekonomista o dividendnoj politici nisu do sada rezultirali u formiranju jedinstvenog stava, ali su doprineli definisanju zajedničkih karakteristika politike dividendi, koje se mogu sagledati kroz istoriju korporativnog upravljanja. U tom smislu, informacije o objavljenim dividendama imaju nemerljiv značaj za celokupnu javnost u pogledu ocenjivanja budućih performansi preduzeća.

Podatak o isplaćenju dividendi ima mnogo veći značaj sa stanovišta javnosti, nego što je slučaj sa nekim drugim bilansnim podacima preduzeća, jer na jasan način kazuje o tome da li preduzeće isplaćuje dividendu svojim akcionarima ili reinvestira profit u cilju finansiranja budućih investicionih projekata. Međutim, ni sam podatak o dividendi nije dovoljan za egzaktan odgovor na pitanje: zašto preduzeća vode dividendnu politiku i koje je optimalno rešenje dividendne „slagalice“?

Stav da povećanje isplate dividendi doprinosi porastu cene akcija svoje uporište ima u činjenici da dividende imaju i signalnu funkciju, jer govore o budućim profitnim ostvarenjima preduzeća što izaziva pozitivan efekat u očima investitora. Značaj informacija o isplaćenim dividendama postaje nemerljiv u modernim uslovima poslovanja, jer su i menadžeri uvereni da smanjenje dividendi ima izrazito nepovoljan uticaj na cenu akcija. Posledično smatra se i da politika dividendi ima negativan efekat na cenu akcija.

Uloga dividendne politike je rasla uporedo sa razvojem korporativnog upravljanja, ali kako su se finansijska tržišta sve više razvijala i postajala efikasnija, javila su se i obrnuta razmišljanja, odnosno, mišljenja koja su u prvi plan stavljala irelevantnost politike dividende za same investitore. U praksi su se razvila tri međusobno suprotstavljene teorije politike dividende. Prva teorija se zasniva na tvrdnji da porast dividendnih isplata povećava i vrednost preduzeća (tzv. argument „ptice u ruci“). Druga teorija polazi od stava da isplate dividendi imaju uticaj na pad vrednosti preduzeća („argument poreskih preferencija“). Treći pristup politike dividende se zasniva na irelevantnosti odluka o isplati dividendi i u teoriji poznat kao hipoteza o irelevantnosti dividendi ili Miller-Modigliani hipoteza. Pored ove tri najčešće citirane teorije, u praksi su se pojavljivale i druge teorije, poput: teorije signalizacije, efekta klijentele i hipoteze agencijskih troškova. S obzirom da je najveći uticaj imala hipoteza o irelevantnosti dividendi, ona će biti detaljnije izložena u ovom radu.

---

<sup>2</sup> Lease et al. (2000), str. 29

Dividendna politika preduzeća:  
da li je moguće postići ekonomski konsenzus?

## 2. Hipoteza o irelevantnosti dividendi

Hipoteza o irelevantnosti dividendi (1961) ili Miller-Modigliani hipoteza (u daljem tekstu: MM hipoteza) je predstavljala prekretnicu u vođenju dividendne politike preduzeća. Do tada je dominantno preovladavalo mišljenje da je porast dividendi direktno vezan sa povećanjem vrednosti preduzeća (argument „ptice u ruci“), ali je MM hipoteza pokazala da ukoliko se ispune odgovarajuće pretpostavke, pre svega vezane za savršene uslove funkcionisanja na tržištu kapitala, odluke o dividendi postaju irelevantne. U savršenim uslovima na tržištu kapitala, kada dividendna politika nema uticaj na cenu akcija i troškove kapitala, pozicija akcionara nije ugrožena odlukama o dividendi, pa su akcionari ravnodušni između dividendi i kapitalnih dobitaka.

Indiferentnost akcionara se objašnjava time što je njihovo bogatstvo opredeljeno i direktno zavisno od investicionih odluka koje preduzeće donosi, a ne od načina na koji se raspodeljuje prihod preduzeća. Nezavisno od načina distribucije prihoda, vrednost preduzeća je direktno zavisna od njene sposobnosti da generiše profit u budućnosti, kao i od njenih investicionih odluka.

Ključne pretpostavke na kojima se zasniva MM hipoteza irelevantnosti dividendi, a u uslovima savršenog funkcionisanja tržišta kapitala, su:

- ne pravi se razlika u poreskom tretmanu dividendi i kapitalnih dobitaka;
- ne postoje transakcioni troškovi i troškovi flotacije<sup>3</sup>;
- svi tržišni učesnici imaju potpuno slobodan i jednak pristup raspoloživim informacijama;
- ne postoji konflikt interesa između menadžera i vlasnika (tj. isključuje se mogućnost agencijskog problema); i
- svi tržišni akteri se zadužuju pod jednakim uslovima na tržištu, odnosno, plaćaju istu kamatnu stopu. Subjekti se grupišu u klase identičnih prinosa, tako da su svi entiteti u okviru jedne klase izloženi istom riziku.

---

<sup>3</sup>troškovi flotacije su troškovi koje imaju javna preduzeća prilikom emisije novih akcija (naknade za „pokroviteljstva“ emisije, naknade za pravne troškove i naknade za registrovanje emisije, npr.)

MM hipoteza je zasnovana na idealističkim postulatima o savršenom funkcionisanju tržišta kapitala i racionalnom ponašanju investitora. Vrednost kompanije je određena na osnovu kapitalizacije vrednosti budućih zarada preduzeća, što nije u direktnoj zavisnosti sa isplatom dividende niti samom dividendnom politikom preduzeća. Da bi se izveo dokaz hipoteze o irelevantnosti dividende neophodno je početi od modela diskontovanja dividendi. Model diskontovanja dividendi podrazumeva da je vrednost akcija funkcija budućih dividendi (kao procena dobitaka u budućnosti) i zahtevane stope prinosa na akcije. Drugim rečima, to bi značilo da važi:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r_t)^t}. \quad (1)$$

$P_0$  predstavlja tekuću tržišnu cenu akcije,  $t$  predstavlja vreme isplate dividende,  $D_t$  – iznos isplaćene dividende u periodu  $t$ , dok  $r_t$  predstavlja zahtevanu stopu prinosa na akcije. Cena akcija se uzima kao ključna odrednica vrednosti preduzeća, pa je opšteprihvaćeni stav do pojavljivanja MM hipoteze bio da porast dividendi utiče na povećanje vrednosti preduzeća. Na savršenom tržištu kapitala, zahtevana stopa prinosa na akcije jednaka je zbiru dividendi i kapitalnih dobitaka:

$$r = \frac{D_1 + (P_1 - P_0)}{P_0}. \quad (2)$$

$P_1$  predstavlja očekivanu tržišnu cenu akcije na kraju posmatranog perioda (tzv. „ex-dividend“ cenu akcije<sup>4</sup>),  $D_1$  je dividenda isplaćena na kraju perioda. Ukoliko sa  $n$  obeležimo ukupan broj emitovanih akcija određenog preduzeća, onda je vrednost preduzeća ( $V_0$ ):

$$V_0 = nP_0 = \frac{nD_1 + nP_1}{1+r}. \quad (3)$$

---

<sup>4</sup>cena akcije utvrđena nakon što je određen datum preseka dividende („ex-dividend date“) na osnovu kojeg se definišu oni akcionari koji stiču pravo na isplatu dividende. To je datum počev od kojeg stari akcionari gube pravo na dividendu, dok novi akcionari stiču pravo na dividendu. Ex-dividend date treba razlikovati od: datuma objave dividende (declaration date) – kada nastaju obaveze korporacije prema akcionarima; od datuma plaćanja dividende (payment day) – kada se šalju čekovi sa dividendama samim akcionarima, i od datuma registracije (date of record) – datum kada se akcionari registruju kao vlasnici akcija po osnovu kojih stiču pravo na dividendu.

Dividendna politika preduzeća:  
da li je moguće postići ekonomski konsenzus?

Polazeći od MM hipoteze, da je tržišna vrednost preduzeća nezavisna od strukture kapitala, finansiranje putem pozajmljenog kapitala je isključeno iz analize. Sredstva finansiranja preduzeća su novčani tokovi iz operativnog poslovanja ( $CF_t$ ) i novo finansiranje putem akcija ( $m P_t$ ), pri čemu se  $m$  odnosi na broj emitovanih akcija u posmatranom periodu. Pored toga, imamo isplate dividendi kao varijablu ( $nD_t$ ) kao i preduzete investicije u posmatranom periodu ( $I_t$ ). Mora biti zadovoljena sledeća jednakost:

$$CF_1 + mP_1 = nD_1 + I_1 \quad . \quad (4)$$

Izražavanjem preko  $nD_1$ , dobijamo:

$$nD_1 = CF_1 + mP_1 - I_1 \quad . \quad (5)$$

Zamenom jednakosti (5) u (3) za varijablu  $D_t$  dobijamo vrednost preduzeća:

$$V_0 = \frac{CF_1 - I_1 + V_1}{1 + r} \quad . \quad (6)$$

pri čemu je:  $V_1 = (n + m)P_1$ .

Kako se u jednakosti (6) ne pojavljuje varijabla vezana za dividende, a sa druge strane novčani tok iz operativnog poslovanja, investicije i zahtevana stopa prinosa nisu funkcije dividendne politike, može se izneti nedvosmisleni zaključak da je vrednost preduzeća nezavisna od tekuće politike dividende<sup>5</sup>.

Ukoliko se posmatranje ponovi za više perioda, krajnji rezultat će biti istovetan, samim tim i zaključak: vrednost preduzeća nije zavisna od politike dividende preduzeća. Novčani tok iz operativnog poslovanja zavisi od investicija tj. investicije u projekte sa pozitivnom neto sadašnjom vrednošću će povećati novčani tok iz operativnog poslovanja, što predstavlja isključivi način povećanja vrednosti preduzeća. Pod pretpostavkom postojanja perfektnih uslova na tržištu kapitala, budući novčani tok iz investicionih aktivnosti predstavlja jedinu determinantu vrednosti preduzeća.

---

<sup>5</sup> Miller and Modigliani (1961), str. 414

Uprkos brojnim empirijskim istraživanjima, pitanje uticaja politike dividende na vrednost preduzeća je ostalo nerešeno do današnjeg dana. Nalaz o irelevantnosti dividendne politike je zasnovan na nekoliko pretpostavki, koje u praksi nisu ispunjene (kao npr. pretpostavka o perfektnom funkcionisanju tržišta kapitala). Samo postojanje tržišnih nesavršenosti utiče na promenu stava o irelevantnosti odluka o dividendi. Ako prihvatimo mišljenje da je politika dividende značajna, to znači da se odluke o dividendi ne mogu posmatrati izolovano od ostalih odluka, pre svega investicionih i finansijskih odluka. Značaj dividendi nalaže potrebu da se bliže upoznamo i sa nekim drugim, kontroverznim, teorijama koje tangiraju problematiku dividendne politike.

### **3. Kontroverzne teorije vođenja politike dividendi**

Različito od MM hipoteze, imamo teoriju „ptice u ruci“ („bird in the hand argument“), prema kojoj dividende povećavaju vrednost preduzeća. Naime, zastupa se stav da se investitori radije opredeljuju za gotovinske dividende („ptica u ruci“ – metaforički rečeno) nego za buduće kapitalne dobitke („golub na grani“ u stilu prethodne metafore). Porast isplaćenih dividendi umanjuje neizvesnost po osnovu budućih novčanih tokova, pa će i viši racio isplate dividendi smanjiti troškove kapitala i povećati vrednost akcija.

MM hipoteza se oštro suprotstavlja ovom argumentu i ističe da je reč o pogrešnom rezonovanju, naglašavajući da je rizik za preduzeće određen rizičnošću njegovog operativnog novčanog toka, a ne načinom na koji preduzeće distribuira svoj profit u budućnosti. Zahtevana stopa prinosa je nezavisna od dividendne politike, a investitori su indiferentni u svom izboru između dividende i kapitalnog dobitka, prema MM hipotezi.

MM hipoteza ima za pretpostavku istovetan poreski tretman za dividende i kapitalne dobitke, što u praksi nije slučaj. Realno postoji poreski efekat i manifestuje se tako što niži racio isplate dividende umanjuje trošak kapitala i povećava cenu akcije, odnosno, niži racio isplate dividende doprinosi maksimizaciji vrednosti preduzeća, jer se pretpostavlja da se dividende oporezuju po višoj stopi nego kapitalni dobitci. Takođe, dividende se oporezuju momentalno, dok se kapitalni dobitci oporezuju odloženo tj. tek kada se akcija proda. Poreske prednosti koje su jasno izražene kod kapitalnih dobitaka utiču na investitore koji će favorizovati kapitalne dobitke u odnosu na isplatu dividende, pa se istovremeno u tom stavu nalazi potvrda koreliranosti između niskih racija isplate dividende i niskih troškova kapitala sa porastom vrednosti akcija.

Dividendna politika preduzeća:  
da li je moguće postići ekonomski konsenzus?

Hipoteza o efektu kljentele se može posmatrati u kontekstu vođenja dividendne politike pod određenim uslovima, koje se odnose na postojanje tržišnih nesavršenosti poput: transakcionih troškova i različitih poreskih stopa za dividende i kapitalne dobitke. U tom slučaju, racionalni investitori će nastojati da se opredele za one hartije od vrednosti koje smanjuju prethodno pomenute troškove. Činjenica da su za investitore atraktivne one hartije od vrednosti koje sa sobom nose mogućnost isplate dividende u budućnosti predstavlja tzv. efekat kljentele. Poreski tretman i transakcioni troškovi mogu kreirati različite kljentele investitora: one koji su podstaknuti minimiziranjem poreza i one koji su podstaknuti minimiziranjem transakcionih troškova. Navedene kljentele će se po pravilu fokusirati na politiku dividendi onih korporacija koje najbolje prate izložene tendencije u određenim situacijama.

Sa druge strane, preduzeća svojom politikom dividende nastoje da privuku različitu kljentelu. Tako npr. preduzeća koja isplaćuju značajne iznose dobiti u vidu dividende privlače onu kljentelu koja preferira visoke dividende. Kako promena dividende politike može imati uticaj na promenu vlasničke strukture, neophodno je da preduzeće vodi stabilnu dividendnu politiku, jer će na taj način izbeći mogućnost da podstakne investitore na promenu svojih portfelja, što će imati posledice i na transakcione troškove.

MM hipoteza pretpostavlja da menadžeri i akcionari imaju savršene i dostupne sve informacije o preduzeću, što u praksi nije slučaj. Tačnije, u praksi postoji informaciona asimetrija između menadžera i akcionara, što može direktno uticati na realnu vrednost preduzeća. Vrednost preduzeća može biti nedostupna ili nedovoljno transparentna za širu javnost. U takvim situacijama, podaci o dividendi mogu biti zadovoljavajući pokazatelj budućeg profitnog potencijala preduzeća. Izložena tvrdnja je oličena u vidu informacionog sadržaja dividende ili tzv. hipoteze signalizacije.

Suština hipoteze je u tome da investitori mogu kreirati određenu sliku o preduzeću na bazi objavljenih odluka o dividendi, kako u smislu stabilnosti vođenja politike dividendi, tako i u smislu promena u dividendnoj politici. Porast u iznosu isplaćenih dividendi se može tretirati kao povoljna vest na tržištu, pa se na realnim osnovama očekuje i pozitivan efekat na cenu akcija. Istovetno, smanjenje dividende predstavlja jasan signal da su budući profitni izgledi za preduzeće neizvesni i da će se to reflektovati na pad cene akcije. Samim tim, ne treba da deluje iznenađujuće ukoliko bi pojedini menadžeri odustali od objavljivanja negativnih vesti, vezanih za smanjenje iznosa dividende, jer upravo očekuju da se pomenute loše vesti "ugrade" u cenu akcija.

Nesumnjivo je da dividende sadrže informacije o tekućim i budućim novčanim tokovima preduzeća, a menadžeri nastoje da svoje privatne informacije o preduzeću provere na tržištu kroz podatak o isplati dividende. Samo visoko kvalitetna preduzeća, čija je vrednost trenutno potcjenjena, mogu koristiti dividende kao sredstvo za signalizaciju budućih ciljeva, dok slabije firme nisu u mogućnosti da animiraju tržište slanjem pogrešnih signala, zbog troškova koje iziskuje ta operacija. Glavna kritika ove hipoteze se odnosi na to što se koriste baš dividende kao sredstvo za signalizaciju budućih ciljeva, umesto da se akcenat stavi na pojedine jeftinije oblike, kao što je recimo otkup akcija (engl. *share repurchase*).

Jedna od pretpostavki MM hipoteze jeste da ne postoji sukob interesa između menadžera i akcionara, tj. ne razmatra se agencijski problem. U praksi konflikt na relaciji agent – principal postoji, iz razloga što interesi menadžera nisu nužno istovetni interesima akcionara. Pojedine aktivnosti se obavljaju a da pri tom nisu u interesu akcionara, odnosno maksimiziraju bogatstvo menadžera, a povećavaju troškove za akcionare. Agencijski troškovi kojima su izloženi akcionari predstavljaju direktan trošak izazvan konfliktnim odnosom između akcionara i menadžera. Međutim, dublje posmatranje problema može doprinesti i razmišljanju da su akcionari agenti vlasnika dužničkih hartija od vrednosti (obveznica), pa se isplaćeni višak dividendi akcionarima tretira kao njihovo bogaćenje na račun vlasnika obveznica<sup>6</sup>.

Akcionari imaju ograničenu odgovornost i imaju pravo da pristupe novčanom toku pre vlasnika obveznica, što utiče na vlasnike obveznica koji mogu staviti ograničenja na isplatu dividendi kako bi obezbedili svoja potraživanja. Iako će akcionari biti fokusirani na isplatu značajnih dividendi, sam porast isplati dividendi može primorati menadžere da preduzmu neke neželjene akcije (kao npr. povećanje leveridža), što će u krajnjoj liniji povećati rizični profil preduzeća<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Jensen and Meckling (1976) str. 305-360.

<sup>7</sup> Easterbrook (1984), str. 650-659.

Dividendna politika preduzeća:  
da li je moguće postići ekonomski konsenzus?

#### 4. Studija slučaja berzanskog indeksa “BELEX15”

Na Beogradskoj berzi je od oktobra 2005. godine u upotrebi indeks najlikvidnijih hartija od vrednosti (BELEX15 indeks), koji je inicijalno činila korpa od 15 hartija od vrednosti, pri čemu je maksimalan ponder učešća svake hartije od vrednosti u korpi ograničen na 20%.<sup>8</sup> Kao mnogo merodavniji indeks u kontekstu praćenja likvidnosti celokupnog srpskog tržišta, od šireg indeksa BELEXline, BELEX15 je uveden sa baznom vrednošću od 100 indeksnih poena i svoju maksimalnu istorijsku vrednost dostigao je 3. maja 2007. godine od 3.335,2 indeksnih poena. Od početka 2012. godine do danas (YTD – year to date) vrednost BELEX15 indeksa je povećana za 1,54%, a ukoliko posmatramo promenu na godišnjem nivou – porast indeksa iznosi 2,86%.<sup>9</sup> Ističemo, da je do oporavka vrednosti indeksa BELEX15 došlo u značajnoj meri u oktobru i novembru 2012. godine, ali su i dalje to vrednosti daleko od istorijskog maksimuma uz umeren dnevni nivo trgovanja koji u proseku iznosi oko 500.000 EUR.

Navedeni podaci jasno ukazuju da je Beogradska berza, kao i celokupna srpska ekonomija, u velikoj krizi i da nema jasnih ekonomskih signala koji ukazuju na prosperitet u skorijoj budućnosti. U ovom radu, listirana preduzeća u okviru korpe BELEX15, će biti posmatrana sa aspekta dividendne politike koju vode, uz prethodno izneto ograničenje da iako je reč o najlikvidnijim hartijama na srpskom tržištu kapitala, mora se imati u vidu da je predmet analize finansijsko tržište koje je u dramatičnom padu.

---

<sup>8</sup> trenutno korpu BELEX15 čini 14 najlikvidnijih akcija, a poslednja revizija je usledila krajem maja 2012. godine, nakon što je Narodna banka Srbije uvela prinudnu upravu u Agrobanku, koja je bila među listiranim hartijama od vrednosti i deo korpe BELEX15.

<sup>9</sup> [www.belex.rs](http://www.belex.rs) (pristup: 17.12.2012)

Od ukupno 14 kompanija, koje se nalaze u okviru indeksa BELEX15, prema podacima za 2011. godinu, 7 kompanija (50% ukupnog broja preduzeća u indeksu) je isplatilo gotovinske dividende, 5 kompanija nije uopšte bilo opredeljeno za isplatu dividendi, dok su 2 kompanije (Energoprojekt holding i JUBMES banka) izvršile isplate dividendi u akcijama<sup>10</sup>. Tehnika isplate dividende u vidu dodatnih akcija nije novijeg datuma u ekonomiji, ali kod nas nije često korišćena u prošlosti (pozitivni primeri su bili AIK Banka i Sojaprotein 2009. i 2011. godine). Dobijene akcije u vidu dividende, akcionar može prodati na tržištu i na taj način za sebe kreirati dividendu. Pored toga, akcionar ima poreske povlastice, jer u slučaju isplate gotovinske dividende postoji obaveza plaćanja poreza na dohodak građana, dok je u slučaju prijema dividende u akcijama nema. Međutim, posledica ovakve dividendne politike na našem tržištu se ogledala u padu vrednosti akcija i to za onoliko procenata za koliko je emitovano novih hartija od vrednosti. Vrednost sa aspekta akcionara je iščezla, te nije čudno što je gubitak poverenja investitora ono što obeležava funkcionisanje srpskog tržišta kapitala.

Da bi se stvorila potpunija slika, u razmatranje su uzeti i pokazatelj isplate dividende (dividend payout ratio), racio dividende po akciji (dividend per share) i pokazatelj prinosa na dividendu (dividend yield) prema raspoloživim tržišnim podacima. Racio isplate dividendi se kreće od 7,73% (najniža vrednost i odnosi se na AIK banku iz Niša, kao emitenta) do maksimalnih 39,81% za akcije preduzeća Jedinstva Sevojno. Istovremeno, prinos na dividendu se kreće u rasponu od 1,04% za Imlek Beograd do 12,91% za preferencijalne akcije Komercijalne banke Beograd<sup>11</sup>. Samo kod dve kompanije (Jedinstvo Sevojno i Komercijalna banka) imamo dividendni prinos iznad 10%, za koji možemo reći da je zadovoljavajući sa aspekta akcionara, odnosno, pomenuta akcionarska društva su „radila u korist“ svojih akcionara.

---

<sup>10</sup>napominjemo da je Upravni Odbor preduzeća Tigar iz Pirota obelodanio mogućnost da u budućnosti isplati dividendu za 2011. godinu u iznosu od 30% iskazane dobiti, pod uslovom da se obezbede dugoročni izvori finansiranja do nivoa od 10 miliona evra. Kako u trenutku pisanja ovog rada, nismo raspolagali transparentnim i aktuelizovanim podacima, preduzeće Tigar je grupisano u okviru kategorije „nisu isplaćivali dividende“.

<sup>11</sup>iako su samo obične akcije emitenta Komercijalna banka uključene u sadržaj indeksne korpe BELEX15, uzete su preferencijalne akcije istog emitenta kao predmet analize, jer je izdavalac hartija Komercijalna banka, vršila isplatu dividendi samo po osnovu prioriternih akcija.

Dividendna politika preduzeća:  
da li je moguće postići ekonomski konsenzus?

**Tabela 1:** Pregled emitenata u okviru indeksa BELEX15 prema dividendnim pokazateljima u 2011.godini

Izdavalac	Simbol	Dividenda po akciji	Racio isplate dividendi	Prinos na dividendu
AIK banka	AIKB	22,57	7,73%	1,33%
Komercijalna banka	KMBNPB	107,80	27,88%	12,91%
Imlek	IMLK	32,40	14,57%	1,04%
Aerodrom Nikola Tesla	AERO	4,88	10,58%	1,15%
Metalac	MTLC	130,00	32,60%	7,72%
Galenika Fitofarmacija	FITO	145,00	25,11%	6,30%
Jedinstvo Sevojno	JESV	497,58	39,81%	10,37%

Izvor: [www.belex.rs](http://www.belex.rs) i kalkulacije od strane autora<sup>12</sup>

Komparativna analiza po pojedinim teritorijalnim područjima tokom 2010. godine ukazuje da su ostvarene približno iste stope dividendnog prinosa i isplate dividendi za posmatrana tržišta<sup>13</sup>. Uglavnom se radi o visoko razvijenim tržištima kapitala sa dugom istorijom vođenja stabilne politike dividende.

**Tabela 2:** Racio isplate dividendi i prinos na dividendu u 2010.godini prema teritorijalnim područjima

Područje	Racio isplate dividendi	Prinos na dividendu
Globalno	30,86%	1,72%
Tržišta u nastajanju	29,13%	1,68%
Evropa	36,97%	2,25%
SAD	28,07%	1,04%
Japan	27,03%	1,58%

Izvor: [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

<sup>12</sup> kalkulacija pokazatelja prinosa na dividendu je izvršena na osnovu ostvarene tržišne cene akcije na dan 17.12.2012. godine.

<sup>13</sup> Normalnim rasponom za racio isplate dividendi se smatra od 25%-50% dobiti, iako su prosečne vrednosti u nekim delatnostima veće, dok su u drugim znatno niže. <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Dividend+Payout+Ratio>

Investitori preferiraju konzistentnu i stabilnu politiku isplate dividende i po tome se slučaj Beogradske berze ne razlikuje od većine svetskih berzi. Problem predstavlja činjenica da često akcionari ne mogu da dođu do podataka oko eventualnih budućih isplata dividende, odnosno, privatne informacije do kojih dolaze nisu u situaciji da provere na tržištu u kratkom roku. Takav informacioni jaz, pojačan opštom makroekonomskom nestabilnošću, kao i kontinuiranim urušavanjem tržišta kapitala, sigurno nisu najpogodnije tle za investitore i povoljan budući razvoj.

Dalje, nema sumnje da informacije o isplaćenim dividendama utiču na cenu akcija, ali to svoju empirijsku potvrdu teško može dobiti u uslovima kada je tržište kapitala nedovoljno razvijeno, a investiciona klima nepovoljna, kao što je to slučaj sa srpskim tržištem kapitala. Istovremeno se često zanemaruje činjenica da dividenda jeste pravo akcionara, ali nije i obaveza preduzeća.

Prvi uslov koji mora biti ispunjen da bi preduzeće uopšte isplaćivalo dividendu jeste da profitabilno posluje i da je pokrilo sve gubitke iz ranijih godina. Nakon toga upravni odbor akcionarskog društva predlaže skupštini akcionara raspodelu dobiti u vidu dividende. Naravno, menadžment preduzeća se ne može prinuditi na isplatu dividendi, tako da je jedna od opcija i da se uprava preduzeća odlučuje za alternativu u vidu reinvestiranja.

Poslovanje preduzeća nije jedini faktor koji opredeljuje vrednost preduzeća. Treba imati u vidu da je korporativna kultura preduzeća sve značajniji faktor, jer preduzeća koja vode kontinuiranu i stabilnu politiku dobrih dividendi mogu na realnim osnovama očekivati rast cene akcija i viši stepen poverenja na tržištu od strane akcionara. Sa druge strane, preduzeća koja ne uvažavaju prava manjinskih akcionara ne mogu očekivati rast poverenja u očima investitora, te postoji velika verovatnoća da će takve hartije od vrednosti biti prodavane od strane akcionara.

Akcionari preduzeća po pravilu preferiraju stabilne dividende i rast poverenja u emitenta hartije od vrednosti. Isplata dividende u prošlosti nije garant da će ista biti isplaćivana i u budućnosti, ali dosta govori o korporativnoj kulturi i odnosu prema manjinskim akcionarima kompanije, direktno oličenom kroz politiku dividende. Zrela preduzeća će se u većoj meri, po pravilu, odlučivati na isplatu dividendi, ukoliko se posmatra finansijski životni ciklus preduzeća, pošto je reč o kompanijama koje ostvaruju veći nivo profitabilnosti ali imaju i manje atraktivnih investicionih mogućnosti pred sobom, u odnosu na mlada preduzeća.<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> DeAngelo, H. et al. (2006), str. 228.

Dividendna politika preduzeća:  
da li je moguće postići ekonomski konsenzus?

Sličan zaključak su izveli i Fama i French (2001)<sup>15</sup> dokazujući da su preduzeća sa visokom profitabilnošću i niskom perspektivom rasta orjentisane na isplatu dividendi, dok su nisko profitabilna preduzeća sa visokom perspektivom budućeg rasta fokusirana na zadržavanje dobiti. Njihov nalaz još više dobija na značaju ukoliko se imaju u vidu podaci o tome da je jedna petina američkih preduzeća iz nefinansijskog sektora isplatila dividende u 1999. godini, dok je to sredinom 70-ih godina prošlog veka činilo oko dve trećine posmatranih preduzeća. Snažna argumentacija o trendu korporacija da sve češće pribegavaju reinvestiranju umesto isplati dobiti u vidu dividende, nije dobila potvrdu u celini da će doći i do potpunog nestanka (iščezavanja) prakse vođenja dividendne politike od strane preduzeća, jer iako se one isplaćuju u manjim iznosima, sama praksa isplate dividendi nije zamrla i nije u potpunosti zamenjena drugim metodama poput npr. otkupa akcija.

## 5. Zaključak

Potpuno razumevanje problematike korporativne politike dividendi zahteva sveobuhvatno sagledavanje svih teorijskih i empirijskih aspekata, kao i raspoloživosti svih prihvatljivih objašnjenja u vezi sa „dividendnom kontroverzom“. Dok su za akcionare dividende način da se koliko god je to moguće otrgnu od kontrole menadžera, korporativni menadžeri koriste dividende kao sredstvo za slanje pozitivnog signala ka tržištu. Pri tom se ne sme zanemariti postojanje informacionog gepa između akcionara i menadžera, što dodatno otežava primenu efikasne dividendne politike, koja će se reflektovati na globalno finansijsko tržište..

Svi pokušaji da se mozaik dividendne slagalice složi u jednu koherentnu celinu i dalje su ostali nepotpuni, a sam problem nerešen. Preduzeća moraju uzeti u obzir različite faktore i izvršiti njihovo vrednovanje prilikom donošenja odluka o dividendnoj politici, sagledavajući sve pozitivne i negativne strane svoje odluke. Analiza mora biti temeljna i zasnovana na detaljnom sagledavanju svih okolnosti pod kojima se donosi odluka, nezavisno od toga da li će rezultirati u kasnijem reinvestiranju dobiti ili raspodeli dobiti u vidu dividende akcionarima.

---

<sup>15</sup> Fama, French (2001), str. 3

Vladimir Mirković, Marija Knežević

Sa svoje strane, ekonomisti nastoje da istraživanjima daju značajan doprinos i postignu ekonomski konsenzus po pitanju relevantnosti dividendne politike i njenog uticaja na vrednost preduzeća. Da li će i u kojoj meri biti postignut konsenzus u oblasti dividendne politike, zavisi od velikog broja faktora, a jedini precizan odgovor može dati vremenska distanca i naučni doprinos eminentnih ekonomista koji su fokusirani na ovu problematiku. Do tada, potpisnici ovih redova, mogu jedino da se u potpunosti slože sa poznatom rečenicom Fisher Black-a da „što više pratimo dividendnu politiku, to više imamo osećaj da je reč o jednoj slagalici, čiji se delovi nikako ne uklapaju u mozaik“.

### **Reference:**

1. Black, F.: The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, volume 2, str. 5-8. (1976)
2. DeAngelo, H., DeAngelo L., Stulz, R.: Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Lifecycle Theory. *Journal of Financial Economics*, volume 81, str. 227-254. (2006)
3. Easterbrook, F.: Two Agency Costs Explanations of Dividends. *American Economic Review*, volume 74, str. 650-659. (1984)
4. Fama, E., French, K.: Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?. *Journal of Financial Economics*, volume 60, str. 3-43. (2001)
5. Grullon, G., Michaely, R., Benartzi, S., Thaler, R. H.: Dividend changes do not signal changes in future profitability.(2003)
6. Jensen, M. C., Meckling, W. H.: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, volume 3, str. 305-360. (1976)
7. Lease, R., Kose, J., Avner, K., Loewenstein, U., Sarig, O.H. : Dividend Policy: Its Impact on Firm Value. Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.(2000)
8. Miller, M. H., Rock, K.: Dividend Policy under Asymmetric Information. *Journal of Finance*. str. 1031- 1051. (1985).
9. Miller, M. H., Modigliani, F.: Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, volume 34, str. 411-433. (1961)

Dividendna politika preduzeća:  
da li je moguće postići ekonomski konsenzus?

## CORPORATE DIVIDEND POLICY: IS IT POSSIBLE TO REACH ECONOMIC CONSENSUS?

<sup>1</sup>Vladimir Mirković

<sup>1</sup>Eurobank EFG a.d. Beograd

<sup>2</sup>Marija Knežević

**Abstract:** Corporate dividend policy is one of the most elaborating topics in the field of economics, but simultaneously it is subject of different controversial opinions. Detailed observation of theoretical postulates regarding dividend policy, as well as famous Miller-Modigliani dividend irrelevance hypothesis, gave significant help in comprehensive analysis of corporate dividend policy. Taking into account attitudes of eminent economists, authors of this paper, emphasize that well-known thought of economist Fisher Black is still valid so we can say that “the harder we look at the dividends picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that just do not fit together”.

**Key words:** dividend policy, MM hypothesis, consensus, index BELEX 15, shareholders.