

POLITIKA DIVIDENDI AKCIONARSKIH PREDUZEĆA U SRBIJI

DIVIDEND POLICY OF JOINT STOCK COMPANIES IN SERBIA

Vladimir ZAKIĆ
Institut za agroekonomiju
Poljoprivredni fakultet
Univerzitet u Beogradu
zakic@agrif.bg.ac.rs

Sažetak

Predmet istraživanja u ovom radu je analiza politike dividendi relevantnih akcionarskih preduzeća u Srbiji, posmatrano sa aspekta likvidnosti njihovih akcija na Beogradskoj berzi. Nesporno je da usled ekonomske krize i nerazvijenog akcionarstva u Srbiji većina akcionarskih preduzeća ne isplaćuje dividende. Cilj ovog rada jeste da se utvrdi kakvu politiku dividendi vode ova akcionarska preduzeća i da pruži određene smernice za formulisanje efektivne politike dividendi. Da bi se došlo do relevantnih podataka, u radu se pošlo od potencijalno najuspešnijih preduzeća svrstanih u BELEX15 indeks Beogradske berze, koji prati kretanje cena najlikvidnijih akcija. Rezultati istraživanja ukazuju na to da se u grupi od dvanaest razmatranih preduzeća mogu izdvojiti ona koja vode aktivnu politiku dividendi, ona koja vode rezidualnu politiku dividendi i ona koja nastoje da plaćaju dividende bez vođenja dugoročne politike. Takođe, u radu se došlo do zaključka da koncentracija vlasništva ima određeni uticaj na politiku dividendi razmatranih preduzeća.

Ključne reči: politika dividendi, akcionarska preduzeća, BELEX15.

Abstract

The subject of this paper is to analyse the dividend policy of relevant joint stock companies in Serbia, from the aspect of the shares liquidity on the Belgrade Stock Exchange. It is indisputable that due to the economic crisis and underdeveloped shareholding in Serbia, most of the corporations do not pay dividends. The aim of this study is to determine the type of dividend policy for Serbian corporations and to provide specific guidelines for the formulation of effective dividend policy. In order to reach the relevant data, the paper discusses the potentially most successful companies grouped in BELEX15 index of the Belgrade Stock Exchange, which tracks the price movements of the most liquid shares. The research results indicate that in a group of twelve companies there are those that lead an active dividend policy, then those with residual dividend policy, and those that strive to pay dividends without conducting long-term plans. Also, the paper concluded that

the ownership structure has a certain impact on the dividend policy of the selected companies.

Key words: *dividend policy, joint stock companies, BELEX15.*

JEL Classification: G32

1. UVOD

Jedan od najznačajnijih ciljeva menadžera akcionarskih ili korporativnih preduzeća treba da bude stvaranje vrednosti za akcionare. U tom smislu, menadžeri moraju pažljivo da razmatraju uticaj svojih odluka na cenu akcija, koja predstavlja ključnu determinantu vrednosti preduzeća i bogatstva akcionara. Jedna od najvažnijih dugoročnih odluka, sa kojom se suočavaju menadžeri svakog akcionarskog preduzeća, jeste formulisanje politike dividendi. Ona podrazumeva raspodelu dobitka na deo koji će ostati preduzeću i na deo koji će biti isplaćen akcionarima u vidu dividendi. Svaka isplata dividendi smanjuje novčana sredstva preduzeća koja se mogu koristiti za investicije, smanjenje zaduženosti itd.

Akcionarska preduzeća u većini država nemaju zakonsku obavezu da isplaćuju dividende po osnovu običnih akcija. S druge strane, najčešće postoje određena ograničenja za isplate dividendi, kao što su pravilo neto dobiti, pravilo održanja uloženog kapitala i pravilo likvidnosti. Pravilo neto dobiti zabranjuje plaćanja dividendi koja premašuju zbir neto dobiti tekuće i neraspodeljene dobiti iz prethodnih godina. Pravilo održanja uloženog kapitala podrazumeva da plaćanja dividendi ne smeju umanjivati osnovni kapital. Pravilo likvidnosti zabranjuje nelikvidnim preduzećima da plaćaju dividende.

Značaj politike dividendi je predmet brojnih teorijskih i praktičnih razmatranja već više decenija. Prema tradicionalnim shvatanjima, *akcionari očekuju dividende*, koje čak i ukoliko se isplaćuju u veoma skromnim iznosima,

donekle umanjuju rizik od pada cena akcija i nemogućnosti ostvarenja kapitalne dobiti od njihove prodaje. Ovo shvatanje se može ilustrovati narodnom poslovicom „bolje vrabac u ruci, nego golub na grani“. Za razliku od potencijalno visokih kapitalnih dobitaka, dividendna stopa (prinos) uobičajeno nije viša od nekoliko procenata.

S druge strane, znatan broj akademskih istraživača dovodi u pitanje značaj politike dividendi. Neki od njih čak smatraju da je ova politika potpuno irelevantna, što znači da bez obzira na to koliko se pažljivo formira politika dividendi, neće biti uticaja na proces stvaranja vrednosti za akcionare. Početkom 1960-ih nastala je *teorija irelevantnosti dividendi*, koju su postavili Miler (Miller) i Modiljani (Modigliani). Oni su pošli od pretpostavke savršeno konkurentnog tržišta kapitala, koje karakteriše odsustvo poreza, transakcionih i flotacionih troškova, asimetrične informisanosti itd. U takvim zamišljenim uslovima, vrednost preduzeća zaista bi bila nezavisna od politike dividendi. Miler i Modiljani su smatrali da je jedino važna investiciona politika, zato što ona određuje sposobnost zarađivanja i budući priliv novca u preduzeće (Miller, Modigliani, 1961: str. 414)

Postoje i treća shvatanja, prema kojima *dividende utiču negativno na vrednost akcija*, pre svega, iz dva razloga: (1) usled poreskih nepogodnosti dividendi u odnosu na kapitalne dobitke; (2) njihovom isplatom menadžeri priznaju da ne znaju kako da upotrebe slobodna novčana sredstva – novac koji bi se

koristio za isplatu dividendi treba da bude investiran u projekte sa pozitivnom sadašnjom vrednošću, čime se stvara vrednost za vlasnike.

2. AKTIVNA I REZIDUALNA POLITIKA DIVIDENDI

Kao najznačajnija klasifikacija politika dividendi, posmatrano sa aspekta raspodele dobiti, može se izdvojiti podela *na rezidualnu i aktivnu politiku dividendi*.

Polazeći od pretpostavke da su investicione odluke najznačajnije za dugoročnu uspešnost poslovanja preduzeća, dividende se mogu posmatrati kao čist ostatak ili rezidual. Drugim rečima, dobitak koji preostane nakon finansiranja novih investicija, može biti isplaćen u vidu dividendi. Kada su potrebe za investicijama veće od dobiti preduzeća, neće biti ni isplate dividendi. Ovakvo shvatanje predstavlja suštinu „čiste” *rezidualne teorije dividendi* ili *teorije ostatka*. Teorija ostatka je najčešće u skladu sa poslovnom filozofijom i interesima menadžera preduzeća. U ovom slučaju, preduzeća sa visokom stopom rasta i mnogobrojnim investicionim mogućnostima plaćala bi male ili nulte iznose dividendi, dok bi uspešna i razvijena preduzeća sa ograničenim brojem profitabilnih mogućnosti za investiranje plaćala velike iznose dividendi (Zakić, 2005: str. 62).

Prema rezidualnoj teoriji, dividende nemaju preveliki uticaj na tržišnu vrednost preduzeća, koja je prvenstveno determinisana investicionim i finansijskim odlukama.

S druge strane, aktivna politika dividendi podrazumeva da preduzeća treba konstantno da isplaćuju

dividende, čak i kada one prevazilaze iznose rezidualnih sredstava. U tom slučaju sredstva za investicije preduzeća treba da pribave na tržištu kapitala.

Analizirajući praksu najrazvijenijih zemalja, može se primetiti da je primena rezidualne i suprotstavljene aktivne politike dividendi direktno u vezi sa opštim stanjem privrednih kretanja. U uslovima izraženog privrednog rasta tokom poslednje decenije dvadesetog veka došlo je do prihvatanja rezidualne politike dividendi. Izuzetno uspešno poslovanje i rast cena akcija kompanija iz oblasti visoke tehnologije tokom 1990-ih godina, doveli su do opadanja značaja dividendi. Najuspešnija preduzeća iz oblasti informatike, poput Majkrosofta, u tom periodu nisu isplaćivala dividende. Slobodna novčana sredstva su ulagana u poslovanje preduzeća, što je dovelo do stalnog rasta cena akcija. U SAD-u je tokom 1990-ih samo jedno od pet preduzeća isplaćivalo dividende, za razliku od 1950-ih kada je to činilo devet od deset preduzeća (Frankfurter et al., 2003: str. 75). Pojedini ekonomski stručnjaci su čak predviđali iščezavanje dividendi koje podležu oporezivanju. Međutim, početkom 21. veka došlo je do recesije i značajnog pada cena akcija, pre svega preduzeća iz oblasti visoke tehnologije. To je dovelo do ponovne popularizacije aktivne politike dividendi. Gubitak koji nastaje usled smanjenja cena akcija, donekle se umanjuje putem primljenih dividendi.

U praksi razvijenih zemalja uobičajeno je da preduzeća koja počnu da isplaćuju dividende vode politiku *stabilnih plaćanja*, što podrazumeva

stabilan iznos dividende po akciji. Dividende se povećavaju samo ukoliko menadžeri preduzeća očekuju da će budući dobiti biti dovoljno visoki da „pokriju” viši nivo dividendi. S druge strane, smanjenja ili prekid plaćanja dividendi su nešto što preduzeća nastoje da izbegnu i primenjuju se samo kada menadžeri procene da je trenutni nivo dugoročno neodrživ.

Postoje i alternativni načini distribucije sredstava akcionarima, od kojih su najznačajniji otkup sopstvenih akcija i podela akcija preduzeća umesto gotovinskih dividendi.

Gotovinske dividende predstavljaju tradicionalnu i uobičajenu formu distribucije novca akcionarima. Kao prednosti ovakve forme isplata mogu se navesti: (1) dividende predstavljaju informacioni signal o dobrim rezultatima poslovanja što se pozitivno odražava na cenu akcija, naročito u slučaju objavljivanja novih ili povećanih dividendi; (2) dividende privlače investitore koji preferiraju gotovinske isplate, prema shvatanjima „bolje vrabac u ruci, nego golub na grani”; (3) dividende smanjuju agencijske troškove koji mogu nastajati po osnovu konflikata između menadžera i akcionara. Nedostaci gotovinskih dividendi su: (1) akcionari plaćaju porez na dividende koji je u većini država znatno veći od poreza na kapitalne dobitke; (2) isplate dividendi mogu zahtevati pribavljanje novca iz eksternih izvora, ukoliko je neophodan za finansiranje preduzeća; (3) svako smanjenje plaćanja iznosa redovnih dividendi najčešće izaziva pad cena akcija preduzeća. (Zakić, 2005: str. 7)

Značaj politike dividendi razlikuje se od zemlje do zemlje. Kada se

analiziraju četiri najrazvijenije zemlje u periodu od 1975-1995. godine, primećuje se da najviši prosečni ratio isplate dividendi (odnos dividende po akciji i neto dobitka po akciji) imaju Velika Britanija i SAD (Lease et al. 2000: str. 137). Znatno niži prosečni ratio isplate dividendi imaju Japan i Nemačka. Ovaj ratio povezan je sa disperzijom vlasništva. U većini anglosaksonskih zemalja, poput Velike Britanije i SAD-a, postoji široka disperzija vlasništva u akcionarskim preduzećima. Usled toga, najznačajniji konflikti se mogu javiti na relacijama „moćni menadžeri – mali akcionari”. Plaćanja velikih dividendi se vide kao način za smanjenje slobodnih novčanih sredstava, koja bi menadžeri mogli da iskoriste za ostvarenje ličnih ciljeva. Kontinentalnu Evropu i Japan uglavnom karakteriše koncentrisana vlasnička struktura, zbog čega se javlja niži ratio plaćanja dividendi. U takvim uslovima značajniji konflikti se javljaju na relaciji većinski – manjinski akcionari.

Alternativa plaćanju gotovinskih dividendi je distribucija novca akcionarima putem *otkupa sopstvenih običnih akcija* po ceni većoj od tržišne. U poslednjoj deceniji dvadesetog veka, otkup sopstvenih akcija u SAD-u je čak dostigao 40% ukupnih isplata (Shapiro, 2000: str. 514). Sjedinjene Američke Države su, zajedno sa Kanadom i Velikom Britanijom, jedna od retkih zemalja u kojima se značajne distribucije gotovine akcionarima vrše ovim putem.

Postoje tri osnovna motiva za korišćenje otkupa sopstvenih akcija: (1) *informacioni motiv*; (2) *odbrana od preuzimanja preduzeća* i (3) *poreski*

motiv. Informacioni motiv je posebno izražen u uslovima *ekonomskih kriza*, kada menadžeri nastoje da umanje posledice pojave koja se u žargonu naziva „berzanski stampedo“ ili „efekat snežne lavine“. Cena akcija preduzeća, u ovim uslovima, ubrzano pada usled panične reakcije akcionara koji masovno prodaju svoje akcije. Otkupom sopstvenih akcija po ceni većoj od tržišne može se donekle sprečiti pad cena akcija, ali dugoročni efekti prvenstveno zavise od intenziteta krize na tržištu i stepena poverenja akcionara u preduzeće. Za razliku od povećanja isplata redovnih dividendi, kod otkupa sopstvenih akcija ne javlja se pritisak održanja višeg nivoa plaćanja akcionarima.

Pored informacionog motiva, značajan broj otkupa akcija povezan je i sa „defanzivnim manevrima“ kojima se izbegava preuzimanje preduzeća, što se u američkoj praksi često označava kao „*greenmail*“, nazvano po reči „*blackmail*“ (ucena).¹ U ovom slučaju, menadžeri ili vlasnici koji imaju većinski ili kontrolni paket akcija žele da se reše nepoželjnih i uticajnih akcionara, koji im predstavljaju pretnju. Isplata se preduzeće oslobađa viška novca, koji bi mogao biti jedan od razloga za preuzimanje. (Zakić, 2005: str. 8)

Poreski motiv predstavlja veoma značajan razlog alternativne distribucije novca u ovoj formi, umesto u vidu tradicionalnih dividendi. U najvećem broju zemalja postoje *poreske nepogodnosti dividendi* u odnosu na kapitalne dobitke. Kapitalni dobici su često oslobođeni

oporezivanja, što je uobičajeno i kod dugoročnih kapitalnih dobitaka koje ostvaruju pojedinci.

3. POLITIKA DIVIDENDI PREDUZEĆA IZ GRUPE BELEX15

Kada se analizira politika dividendi koju primenjuju preduzeća u Srbiji, mora se poći od činjenice da većina akcionarskih preduzeća ne isplaćuje dividende. To se može dovesti u vezi sa trenutnom ekonomskom krizom, ali čak i u periodu pre 2008. godine nije bilo mnogo preduzeća u Srbiji koja su plaćala dividende. Polazeći od iskustava razvijenih zemalja, može se zaključiti da izražena koncentracija vlasništva u akcionarskim preduzećima direktno utiče na prihvatanje rezidualne politike dividendi.

Pored izražene koncentracije vlasništva, u Srbiji postoji još jedan značajan faktor koji utiče na prihvatanje rezidualne politike dividendi, a to su ograničeni izvori finansiranja. U uslovima nedovoljnih sopstvenih sredstava, skupih bankarskih kredita i ograničenih subvencionisanih kredita, kao značajna alternativa za uspešna akcionarska preduzeća ističe se prikupljanje sredstava putem emitovanja akcija i obveznica. Tu se postavlja pitanje *kome bi ova preduzeća mogla da plasiraju svoje hartije od vrednosti?* Kao najznačajnija ciljna grupa trenutno se ističu institucionalni investitori, kao što su investicioni fondovi, osiguravajuća društva, privatni penzioni fondovi itd. Institucionalni investitori ulažu novčana sredstva u portfolio „sigurnih“ hartija od vrednosti različitih preduzeća (uključujući i hartije od vrednosti koje

¹ Igra reči u engleskom jeziku, zeleno (*green*) označava boju dolara.

emituje država), za koje očekuju da će ostvarivati odgovarajuće portfolio performanse, odnosno prinose. Ukoliko nemaju nameru da prodaju akcije nekog preduzeća, jedini prinos koji mogu da ostvare jeste po osnovu dividendi. To ukazuje na to da politika dividendi može imati izuzetan značaj u preduzećima koja nastoje da privuku institucionalne investitore. Takođe, redovnim isplata dividendi, čak i u skromnim iznosima, pruža se određena sigurnost i „tradicionalno nepoverljivim“ malim akcionarima (fizičkim licima).

Istraživanja u ovom radu obuhvataju *dvanaest preduzeća* koja su krajem aprila 2016. godine od strane Beogradske berze svrstana u „elitnu“ grupu BELEX15:

1. NIS a.d, Novi Sad,
2. Komercijalna banka a.d, Beograd,
3. Energoprojekt holding a.d, Beograd,
4. Aerodrom Nikola Tesla a.d, Beograd,
5. Galenika Fitofarmacija a.d, Zemun,
6. AIK banka a.d, Beograd,
7. Metalac a.d, Gornji Milanovac,
8. Sojaprotein a.d, Bečej,
9. Messer Tehnogas a.d, Beograd,
10. Alfa plam a.d, Vranje,
11. Imlek a.d, Beograd,
12. Jedinstvo a.d, Sevojno.

Kao i sve berze u svetu, Beogradska berza ima svoje indeksne pokazatelje. Dva najznačajnija pokazatelja su BELEX15 i BELEXline. BELEX15 predstavlja indeks najlikvidnijih akcija na Beogradskoj berzi. Namena indeksa jeste da meri promene cena najlikvidnijih akcija (najmanje 7,

a najviše 15) na domaćem tržištu kapitala. Indeks je ponderisan tržišnom kapitalizacijom i izračunava se svakodnevno, u realnom vremenu. Učešće pojedinačne kompanije ograničeno je na 20 posto (u smislu vrednosti kapitalizacije). BELEXline predstavlja opšti indeks akcija Beogradske berze (najviše 150 akcija) čija je osnovna namena da što približnije opiše ukupna tržišna kretanja na Beogradskoj berzi. BELEXline je, takođe, ponderisan tržišnom kapitalizacijom, a učešće pojedinačne kompanije ograničeno je na 10 odsto.

Prvi korak prilikom analize politike dividendi navedenih preduzeća predstavlja utvrđivanje iznosa dividendi koji su isplaćivani u prethodnom periodu. Ukoliko preduzeća ne isplaćuju dividende, tada se može sa sigurnošću zaključiti da primenjuju rezidualnu politiku dividendi ili da većinski vlasnici ili menadžeri ne žele da isplaćuju dividende. Podaci iz Tabele 1, međutim, ukazuju na to da preduzeća iz grupe BELEX15 uglavnom isplaćuju dividende.

Kao što je već razmatrano, akcionarska preduzeća najčešće nemaju zakonsku obavezu da isplaćuju dividende po osnovu redovnih ili običnih akcija, što važi i za Srbiju. U zakonskoj praksi većine zemalja postoje određena ograničenja za isplate dividendi, a pravilo neto dobiti zabranjuje plaćanja dividendi koja prevazilaze neto dobit tekuće i neraspodeljenu dobit iz prethodnih godina. U tom smislu, sledeći korak u analizi politike dividendi navedenih preduzeća predstavlja utvrđivanje

Tabela 1. Bruto dividende po običnoj akciji (2011–2015) – u dinarima

Naziv preduzeća	Bruto dividende po akciji za godinu				
	2011	2012	2013	2014	2015
NIS a.d, Novi Sad	0	75,83	80,22	46,85	n/a ²
Komercijalna banka a.d, Beograd	0	0	0	115	0
Energoprojekt holding a.d, Beograd	20:1 ³	0	36	20	n/a
Aerodrom Nikola Tesla a.d, Beograd	28,8	12,78	0,24	59,95	n/a
Galenika Fitofarmacija a.d, Zemun	145	160	152	152	n/a
AIK banka a.d, Beograd	26,7	28,04	0	345	n/a
Metalac a.d, Gornji Milanovac	130	140	150	150	155
Sojaprotein a.d, Bečej	0	0	0	0	n/a
Messer Tehnogas a.d, Beograd	n/a	0	0	0	1801
Alfa plam a.d, Vranje	0	0	1000	1000	n/a
Imlek a.d, Beograd	27	56	82+76	n/a	366 ⁴
Jedinstvo a.d, Sevojno	500	294,12	294,12	294,12	n/a

Izvor: Pojedinačni Godišnji izveštaji preduzeća za razmatrane periode i Izveštaji sa skupština akcionara, preuzeti sa sajta Beogradske berze (www.belex.rs)

Može se primetiti da BELEX15
 rezultata poslovanja u prethodnom periodu (Tabela 2). preduzeća pokazuju uglavnom

Tabela 2. Neto dobit preduzeća (2011–2015)

Naziv preduzeća	Neto dobit preduzeća (u 000 dinara)				
	2011	2012	2013	2014	2015
NIS a.d, Novi Sad	40.601.667	49.456.516	52.324.366	30.559.237	16.104.667
Komercijalna banka a.d, Beograd	3.513.680	4.122.146	4.676.325	4.785.577	- 6.229.631
Energoprojekt holding a.d., Beograd	277.625	504.856	399.088	43.867	236.973
Aerodrom Nikola Tesla a.d, Beograd	1.580.293	727.657	13.321	3.417.984	2.570.456
Galenika Fitofarmacija a.d, Zemun	762.167	802.361	759.431	757.423	863.950
AIK banka a.d, Beograd	2.973.676	3.641.848	993.236	1.818.028	3.413.320
Metalac a.d, Gornji Milanovac	406.788	298.448	402.442	240.986	254.427
Sojaprotein a.d, Bečej	1.142.832	689.000	- 1.151.293	251.730	1.130.871
Messer Tehnogas a.d, Beograd	1.124.741	1.720.406	479.375	659.197	1.776.469
Alfa plam a.d, Vranje	480.612	1.036.056	392.217	765.311	761.239
Imlek a.d, Beograd	1.946.522	2.670.444	2.590.905	2.445.198	318.446
Jedinstvo a.d, Sevojno	380.824	229.477	249.071	244.094	147.757

Izvor: Pojedinačni berzanski prospekti preduzeća i Godišnji izveštaji, preuzeti sa sajta Beogradske berze (www.belex.rs)

2 Većina razmatranih preduzeća nije do juna 2016. godine usvojila odluku o raspodeli dobiti za 2015. godinu.

3 Akcionarima su dodeljene dividende akcije u odnosu 20:1 (za svakih 20 akcija dobijena je jedna besplatna), a gotovinske dividende su isplaćene u iznosu od ukupno 1.867.875 dinara, odnosno 0,2 dinara po akciji.

4 Skupština akcionara a.d. „Imlek“ kasnila je sa usvajanjem Godišnjeg izveštaja za 2014. godinu. Na redovnoj sednici 29. juna 2015. Izveštaj je usvojen, ali nije razmatrana niti doneta odluka o raspodeli dobiti. Prema podacima sa sajta Imleka (jun 2016), na Skupštini akcionara će biti predložena isplata dividendi za 2015. godinu u bruto iznosu od 366 dinara po akciji.

pozitivne rezultate poslovanja u periodu 2011–2015. godine. S druge strane, primetna je razlika u politici raspodele dobiti među ovim preduzećima, ali se u načelu mogu izdvojiti tri kategorije: (1) preduzeća koja prvenstveno vode rezidualnu politiku dividendi – nisu plaćala dividende ili su ih isplatila samo za jednu godinu; (2) preduzeća koja su dve ili više godina plaćala dividende, ali u nejednakim iznosima; (3) preduzeća koja nastoje da vode aktivnu politiku dividendu uz relativno stabilna godišnja plaćanja.

Kao primer vođenja čiste rezidualne politike, što podrazumeva reinvestiranje celokupnog ili najvećeg dela dobitka, može se navesti Sojaprotein. Ovo preduzeće je ostvarilo gubitak za 2013. godinu, ali je sve ostale razmatrane godine poslovalo sa dobitkom. I pored toga, u periodu 2011–2015. godine nije bilo isplata dividendi akcionarima. Komercijalna banka i Messer Tehnogas su samo za jednu godinu isplatili dividende, što, takođe, ukazuje na to da vode rezidualnu politiku dividendi. Međutim, potrebno je obratiti pažnju na visok iznos dividende za 2015. godinu koju Messer Tehnogas planira da isplati. Celokupna dobit iz 2015. godine, kao i deo neraspoređene dobiti ranijih godina, u ukupnom iznosu od 1,9 milijardi dinara (bruto dividenda od čak 1.801 dinara po akciji) biće raspoređena akcionarima na ime dividende. Prosečna cena akcija ovog preduzeća početkom juna 2016. godine bila je oko 8.000 dinara, što znači da je dividendna stopa (odnos dividende po akciji i cene akcije) bila neuobičajeno

visoka i iznosila je oko 21%.⁵

Preduzeće Messer Tehnogas nije detaljno navelo razloge za isplatu dividendi, ali se može pretpostaviti da je to povezano sa investicionim planovima preduzeća ili sa eventualnom prodajom većinskog paketa akcija u nekom budućem periodu. Prema rezidualnoj teoriji, preduzeća sa visokom stopom rasta i mnogobrojnim investicionim mogućnostima plaćaju male ili nulte iznose dividendi, dok uspešna i razvijena preduzeća sa ograničenim brojem profitabilnih mogućnosti za investiranje plaćaju velike iznose dividendi.

Kao primer, može se navesti Microsoft, koji od 1980-ih do početka 21. veka nije plaćao dividende. Microsoft je, i pored ogromnih iznosa slobodnog novca (oko 50 milijardi dolara), tek u januaru 2003. godine otpočeo isplate dividendi. Prva isplata iznosila je 8 centi po akciji. U novembru 2003. dividende su povećane na 16 centi po akciji, a ukupna isplata iznosila je oko 1,7 milijardi dolara. U decembru 2004. godine, Microsoft je isplatio specijalnu ili ekstra dividendu u iznosu od 3 dolara po akciji, što je ukupno iznosilo čak 32 milijarde dolara (Zakić, 2005: str. 86).

Značajne promene u politici dividendi u Srbiji često se mogu dovesti u vezu sa prodajom većinskog paketa akcija. Na primer, preduzeće Bambi je isplatilo akcionarima najveći deo svoje dobiti za 2010. godinu (preko 4 miliona evra, odnosno 1.260 dinara po akciji). Navedene promene u politici dividendi su se tada tumačile

⁵ Dividendna stopa za većinu preduzeća u fazi rasta i razvoja (koja plaćaju dividende) najčešće iznosi samo nekoliko procenata, dok kod „zrelih“ preduzeća uobičajeno ne prelazi 7–8%.

očekivanom prodajom preduzeća koja su poslovala u okviru investicionog fonda „Salford“.

U grupu preduzeća koja su dve ili više godina plaćala dividende u nejednakim iznosima mogu se svrstati NIS, Energoprojekt holding, Aerodrom Nikola Tesla, AIK banka i Imlek. Za ova preduzeća se može pretpostaviti da nastoje da plaćaju dividende u „dobrim godinama“, ali da ne vode dugoročnu politiku dividendi. Značajna promena u politici dividendi u ovoj grupi je posebno izražena kod AIK banke koja je odlukom vanredne skupštine akcionara (decembar 2015. godine) isplatila bruto dividendu za 2014. godinu u iznosu od 345 dinara po akciji (dividenda za 2011. i 2012. godinu je bila ispod 30 dinara, dok 2013. godine nije isplaćena).

S druge strane, kao primeri vođenja *aktivne politike dividendi* mogu se izdvojiti Galenika Fitofarmacija, Metalac, Alfa plam i Jedinstvo. Već je napomenuto da je u praksi razvijenih zemalja uobičajeno da preduzeća koja počnu da isplaćuju dividende vode politiku *stabilnih plaćanja*, dok se dividende povećavaju samo ukoliko menadžeri preduzeća očekuju da će budući dobiti biti dovoljno visoki da „pokriju“ viši nivo dividendi. Kao izražen primer primene politike stabilnih plaćanja, uz postepeno i dugoročno održivo povećanje dividendi, može se izdvojiti Metalac (dividenda za 2011. godinu je iznosila 130 dinara po akciji, za 2012. godinu 140 dinara, za 2013. i 2014. godinu 150 dinara i za 2015. godinu 155 dinara). Galenika je plaćala približno iste iznose dividendi po akciji u periodu 2011–2015. (u rasponu od

145-160 dinara). Alfa plam nije plaćao dividende za 2011. i 2012. godinu, ali su za 2013. i 2014. godinu isplaćene u istom iznosu od 1.000 dinara po akciji. Jedinstvo je od 2012. godine prihvatilo aktivnu politiku dividendi i za naredne tri godine su isplaćivane u iznosu od 294,12 dinara po akciji.

Polazeći od iskustava najrazvijenijih zemalja, evidentno je da je politika dividendi povezana sa *disperzijom vlasništva* u korporativnim preduzećima. Korporativna preduzeća iz zemalja sa izraženom koncentracijom vlasništva, poput Nemačke i Japana, izdvajaju manje iznose neto dobiti za dividende. S druge strane, u praksi SAD-a i Velike Britanije, gde je prisutna izražena disperzija vlasništva, nije retka pojava da se veći deo neto dobiti raspodeli akcionarima u vidu dividendi ili putem otkupa sopstvenih akcija (Zakić, 2005: str. 117-125).

Kod pojedinih preduzeća iz grupe BELEX15 postoji izražena koncentracija vlasništva (Tabela 3), što u značajnoj meri utiče na prihvatanje rezidualne politike dividendi. S druge strane, preduzeća kod kojih se u ovom radu pošlo od pretpostavke da vode aktivnu politiku dividendi (posebno Galenika Fitofarmacija, Metalac i Jedinstvo) nemaju izraženog većinskog vlasnika. Naravno, podatke o vlasništvu je potrebno uzeti sa određenom rezervom. Izvesno je da bi ovaj procenat bio viši ukoliko bi se analizirali podaci o povezanosti krupnih akcionara sa pojedinim manjinskim akcionarima – fizičkim i pravnim licima koja se vode pod svojim imenom ili su „sakriveni“ u okviru kastodi računa banaka.

Reinvestiranje celokupnog ili

Tabela 3. Procenat običnih akcija u vlasništvu najvećeg akcionara ili povezane grupe (jun 2016)

Naziv preduzeća	Akcionar/povezana grupa sa najvećim % akcija	Procenat akcija (zaokružen u %)
NIS a.d, Novi Sad	Gazprom Neft	56,15
Komercijalna banka a.d, Beograd	Republika Srbija	41,74
Energoprojekt holding a.d, Beograd	Republika Srbija	33,58
Aerodrom Nikola Tesla a.d, Beograd	Republika Srbija	83,14
Galenika Fitofarmacija a.d, Zemun	Vojinović Živorad, Mikend d.o.o	25,37
AIK banka a.d, Beograd	Sunoko d.o.o.	83,96
Metalac a.d, Gornji Milanovac	Danko Đunić	7,58
Sojaprotein a.d, Bečej	Victoria Group a.d.	50,93
Messer Tehnogas a.d, Beograd	Messer Group Gmbh	81,93
Alfa plam a.d, Vranje	Amasis d.o.o	54,54
Imlek a.d, Beograd	Danube Foods Group	85,94
Jedinstvo a.d, Sevojno	Mićić Mića	23,99

Izvor: Centralni registar hartija od vrednosti, Statistički prikaz vlasništva preduzeća (podaci su preuzeti 2. juna 2016. godine) (www.crhov.rs)

najvećeg dela dobiti, posmatrano sa aspekta „nepovezanih“ ili „stvarnih“ malih akcionara, može biti pozitivno samo pod uslovom da preduzeće ostvaruje konstantan rast cena akcija, što pruža mogućnost zarade po osnovu kapitalne dobiti. U Srbiji je, međutim, još krajem 2007. godine i posebno početkom 2008. godine došlo do značajnog pada prometa i tržišne kapitalizacije na Beogradskoj berzi, kao posledica širenja krize na svim berzama u svetu. Sredinom 2008. godine došlo je do kratkoročnog oporavka Berze, ali je nakon toga ponovo nastupio pad u obimu trgovanja i u cenama akcija. Kriza je evidentno prisutna i tokom 2016. godine i očekuje se da će trajati tokom narednih godina. U ovim uslovima, ne može se očekivati značajan rast cena akcija, što destimuliše ulaganja malih akcionara. Takođe, veoma je sporno pitanje da li se dobit zaista reinvestira u preduzeće ili većinski vlasnici nastoje da ostvare i određene „privatne beneficije“

(npr. transfer novca putem povezanih preduzeća, odobravanje visokih naknada članovima upravnih odbora, kupovina luksuznih nekretnina, automobila itd.).

4. SMERNICE ZA FORMULISANJE EFEKTIVNE POLITIKE DIVIDENDI

Na osnovu izloženih teorijskih shvatanja i praktičnih saznanja može se doći do određenih smernica za formulisanje efektivne politike dividendi, koje se odnose na preduzeća koja posluju u zemljama razvijene tržišne ekonomije, ali i onima u tranziciji. Prilikom određivanja politike dividendi, menadžeri i većinski vlasnici treba da uzmu u obzir (Zakić et al., 2012: str. 819):

- fazu rasta i razvoja preduzeća, tj. mogućnosti investicija i zaduživanja,
- rizik poslovanja i potencijalnu nelikvidnost,
- poresku strukturu vlasnika,
- povećanje tražnje i obima

trgovanja kroz privlačenje određenih grupa akcionara i stvaranje mogućnosti za novu emisiju akcija.

Preduzeća koja se nalaze *u početnim fazama rasta i razvoja* imaju velike novčane zahteve za finansiranjem investicija i najčešće neće isplaćivati dividende. Suprotno, *velika i razvijena preduzeća* sa niskim stopama rasta, najčešće su visoko-likvidna i isplaćuju znatno veće iznose dividendi. Kao bitan faktor, neophodno je uzeti i *mogućnosti prikupljanja dodatnog kapitala*. Ukoliko preduzeće ne može da pribavi potreban kapital za investicije emitovanjem novih akcija ili povoljnim zaduživanjem, tada bi trebalo ograničavati isplatu dividendi. Takođe, neophodno je uzeti u obzir i posledice zaduživanja, koje povećava rizik poslovanja preduzeća. Investiciona ulaganja treba dugoročno planirati i u skladu s tim formirati i dugoročnu strategiju politike dividendi, iz razloga što smanjenje ili obustavljanje isplata dividendi najčešće deluje negativno na cenu akcija.

U poslovanju svakog preduzeća mogu se javljati određene prolazne teškoće. Preduzeća sa nestabilnim dobitima ili novčanim tokovima bi trebalo da postave niži racio isplate dividendi, sa ciljem izbegavanja da budu primorana da obustave isplate usled nelikvidnosti.

U najvećem broju zemalja postoje *poreske nepogodnosti dividendi* u odnosu na kapitalne dobitke. Kapitalni dobitci su često oslobođeni oporezivanja, što je uobičajeno kod dugoročnih kapitalnih dobitaka koje ostvaruju pojedinci. Dividende su, iz ugla preduzeća i individualnih

investitora, pored viših poreskih stopa podložne i višestrukum oporezivanju: ne odbijaju se od oporezivog dobitka preduzeća, a akcionari plaćaju porez na dividende (ili primaju samo neto iznos dividende). Prilikom kreiranja politike dividendi, menadžeri preduzeća treba da uzmu u obzir preferencije najznačajnijih grupa akcionara prema dividendama.

Konačno, politika dividendi može imati veliki uticaj na privlačenje tzv. malih akcionara. Ovi akcionari su prvenstveno zainteresovani za ostvarenje prinosa i često ne koriste svoje pravo glasa na skupštini akcionara. Ukoliko preduzeće ne ostvaruje rast cena akcija, jedine prinose koje mali akcionari mogu da ostvare jesu oni po osnovu dividendi. Izostanak plaćanja dividendi destimuliše male akcionare da zadrže akcije ili da dalje ulažu u kupovinu novih akcija preduzeća.

Na osnovu razmatranja u ovom radu, može se zaključiti da u Srbiji postoje osnove za sumnju da pojedini *većinski vlasnici koriste svoj dominantan položaj* i ne isplaćuju dividende manjinskim akcionarima. Dugoročno, ukoliko se to nastavi, mali akcionari u ovim preduzećima će „iščeznuti“, a ona će se suštinski ili pravno transformisati u zatvorena akcionarska preduzeća.

Značajne promene u politici dividendi mogu se očekivati samo usled jačanja prisustva i uticaja *institucionalnih investitora*, kao što su investicioni fondovi, penzioni fondovi i osiguravajuće kompanije. Ovi investitori očekuju odgovarajuću i stabilnu stopu prinosa na svoje investicije (Zakić, 2014: str. 92).

Institucionalni investitori poseduju značajna novčana sredstva kojima upravljaju profesionalni portfolio menadžeri, koji imaju mogućnosti da znatno bolje zaštite svoje interese od malih akcionara.

Polazeći od iskustava razvijenih zemalja, evidentno je da su institucionalni investitori tokom 1990-ih i 2000-ih imali izuzetan uticaj na promenu ciljeva poslovanja preduzeća u zemljama sa izraženom koncentracijom vlasništva, poput Nemačke i Japana. Preduzeća koja nastoje da privuku ove investitore, moraju da postave kao jedan od najznačajnijih ciljeva poslovanja *generisanje vrednosti za sve akcionare*, a ne samo za većinske. To podrazumeva i primenu aktivne politike dividendi, odnosno primenu politike stabilnih plaćanja na nivou koji je dugoročno održiv.

5. ZAKLJUČAK

Rezultati istraživanja u ovom radu ukazuju na to da akcionarska preduzeća iz grupe BELEX15 vode različite politike dividendi, ali se ipak mogu izdvojiti tri kategorije: (1) preduzeća koja prvenstveno vode rezidualnu politiku dividendi – posluju uglavnom sa dobitkom, ali nisu plaćala dividende ili su ih isplatili samo za jednu godinu; (2) preduzeća koja su dve ili više godina plaćala dividende, ali u nejednakim iznosima; (3) preduzeća koja nastoje da vode aktivnu politiku dividendi uz relativno stabilna godišnja plaćanja.

Koncentracija vlasništva u akcionarskim preduzećima, kao i u razvijenim zemljama, u Srbiji, takođe, ima uticaj na politiku dividendi. Kod pojedinih preduzeća postoji

izražena koncentracija vlasništva, što u značajnoj meri utiče na prihvatanje rezidualne politike dividendi. S druge strane, pojedina preduzeća, koja nemaju izraženog većinskog akcionara, vode aktivnu politiku dividendi.

Isplata stabilnih dividendi u dužem vremenskom periodu uz postepeno, dugoročno održivo, povećanje nivoa isplata, predstavlja signal o uspešnom poslovanju preduzeća. Preduzeća bi trebalo da javno obelodane način na koji formiraju politiku dividendi, što trenutno nije slučaj i ti podaci uglavnom nisu dostupni. Takođe, neophodne je da detaljno prikažu planove reinvestiranja zadržane dobiti, čime se u značajnoj meri uklanjaju sumnje da većinski akcionari ostvaruju „privatne beneficije“ na štetu malih akcionara.

Umesto uobičajenih godišnjih isplata, akcionarska preduzeća trebalo bi da uzmu u razmatranje mogućnost primene „američkog modela“ kvartalnih ili polugodišnjih isplata, čime bi brže pokazala sadašnjim i potencijalnim akcionarima svoju nameru da isplaćuju stabilne dividende.

Privlačenjem institucionalnih investitora, uz vraćanje poverenja malih akcionara, uspešna preduzeća u Srbiji dugoročno mogu stvoriti odgovarajuću tražnju za svojim akcijama, koja će im omogućiti uspešnu prodaju novih akcija. Prikupljanjem kapitala od širokog kruga manjinskih investitora koji su prvenstveno zainteresovani za ostvarenje zarade preko kapitalne dobiti i/ili isplata dividendi, preduzeća mogu prikupiti kapital pod znatno povoljnijim uslovima u odnosu na bankarske kredite. U tom smislu, primena odgovarajuće

politike dividendi i stabilnih isplata dugoročno predstavlja jedan od značajnih preduslova za plasiranje novih emisija akcija. Zajedno sa stvaranjem i uvećanjem poslovnog ugleda akcionarskih preduzeća, došlo bi do daljeg razvoja tržišta hartija od vrednosti i efikasnije alokacije slobodnog kapitala.

LITERATURA

1. Frankfurter, George, Wood, Bob, Wansley, James (2003). *Dividend Policy: Theory and Practice*. Academic Press.
2. Lease, Ronald C. et al. (2000). *Dividend Policy: Its Impact on Firm Value*. Oxford University Press.
3. Miller, Merton H., Modigliani, Franco (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, Vol. 34, No. 4, The University of Chicago Press, pp. 411-433.
4. Shapiro, Alen, Balbirer, Sheldon (2000). *Modern Corporate Finance*, Prentice-Hall.
5. Zakić, Vladimir (2005). *Raspodela dobiti i politika dividendi (monografija)*, Viša poslovna škola Novi Sad.
6. Zakić, Vladimir, Vasiljević, Zorica, Zarić, Vlade (2012). Relevance of dividend policy for food industry corporations in Serbia. *Economics of Agriculture*, No 4. Vol. 59, Institute of Agricultural Economics, Belgrade, pp. 809-822.
7. Zakić, Vladimir (2014). Značaj tržišta obveznica za razvoj korporativnih preduzeća u Srbiji. *Finansije*, vol. 69, br. 1-6/2014, Ministarstvo finansija Republike Srbije, str. 84-94.
8. Internet sajt Beogradske berze, www.belex.rs
9. Internet sajt Centralnog registra hartija od vrednosti, www.crhov.rs.