

# RASPOLAGANJE FINANCIJSKIM REZULTATOM POSLOVANJA BANAKA U HRVATSKOJ

---

**Buljan, Marko**

**Master's thesis / Diplomski rad**

**2018**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:124:059301>

*Rights / Prava:* [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-09-10**

*Repository / Repozitorij:*

[REFST - Repository of Economics faculty in Split](#)



UNIVERSITY OF SPLIT



**SVEUČILIŠTE U SPLITU**  
**EKONOMSKI FAKULTET**



**DIPLOMSKI RAD**

**RASPOLAGANJE FINANCIJSKIM  
REZULTATOM POSLOVANJA BANAKA U  
HRVATSKOJ**

**Mentor:**

**Prof. dr. sc. Marijana Ćurak**

**Student:**

**Marko Buljan**

**Broj indeksa: 2141272**

**Split, lipanj 2018.**

## SADRŽAJ:

<b>1. UVOD .....</b>	<b>3</b>
1.1. Problem istraživanja .....	3
1.2 Predmet istraživanja .....	5
1.3 Svrha i ciljevi istraživanja .....	6
1.4 Istraživačke hipoteze .....	6
1.5 Metode istraživanja .....	8
1.6 Doprinos istraživanja .....	9
1.7 Struktura rada .....	9
<b>2. TEORIJSKI ASPEKTI RASPOLAGANJA KORPORACIJA S DOBITI</b> <b>.....</b>	<b>10</b>
2.1 Dobit – temeljni cilj poslovanja korporacija.....	10
2.2 Teorija raspolaganja s dobiti.....	16
2.2.1 Pojam i vrste dividendi.....	16
2.2.2. Osvrt na teorije izbora politike dividendi.....	19
<b>3. PREGLED EMPIRIJSKIH ISTRAŽIVANJA O DETERMINANTAMA</b> <b>RASPOLAGANJA S DOBITI KORPORACIJA .....</b>	<b>25</b>
3.1 Pregled empirijskih istraživanja za nefinancijske korporacije.....	25
3.2. Pregled empirijskih istraživanja za banke.....	30
<b>4. EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE ZA HRVATSKI BANKARSKI</b> <b>SEKTOR .....</b>	<b>36</b>
4.1. Trendovi u finansijskim rezultatima poslovanja i dividendama hrvatskih banaka .....	36
4.2 Podaci i metodologija .....	39
4.3. Empirijsko istraživanje: formiranje i testiranje ekonomskog modela determinanti utjecaja na visinu dividendi po dionici .....	45

4.4. Analiza rezultata i osvrt na istraživačke hipoteze .....	47
<b>5. ZAKLJUČAK.....</b>	<b>50</b>
<b>LITERATURA .....</b>	<b>51</b>
<b>POPIS GRAFOVA I TABLICA .....</b>	<b>56</b>
<b>SAŽETAK.....</b>	<b>57</b>
<b>SUMMARY.....</b>	<b>57</b>

# 1. UVOD

## 1.1. Problem istraživanja

Temeljni cilj poslovanja korporacija, pa tako i banaka, je profit. Uprave prilikom donošenja različitih strateških odluka najčešće teže maksimalizaciji profita iako korporacije mogu imati i druge ciljeve poput maksimalizacije društvene korisnosti ili unaprijeđenja kvalitete življenja. Prema Porteru i Millaru (1985) profit korporacije je rezultat njenih primarnih i sekundarnih aktivnosti. Povećanje prihoda u odnosu na troškove postiže se efikasnijim i efektivnijim izvršenjem aktivnosti. U svom radu razvijaju dvije osnovne strategije ostvarivanja konkurentske prednosti, odnosno profita na tržištu: diferencijaciju proizvoda i troškovno vodstvo. U računovodstvenom smislu, financijski rezultat može biti gubitak ili dobitak razdoblja. Neto dobitak banke najčešće raspodjeljuju na zadržanu dobit i dividende dioničarima. Ukoliko banka ostvari gubitak smanjuju se njeni trajni izvori, prvo rezerve banke, a nakon toga i osnivački kapital banke.

Najviše pažnje prilikom raspodjele dobiti banaka svakako zaokupljaju dividende. One predstavljaju raspodjelu korporacijske dobiti dioničarima na temelju postotnog udjela u vlasništvu. Najčešće se radi o gotovinskim regularnim dividendama, ali također mogu biti ekstra dividende, specijalne ili pak likvidacijske u dionicama (Vidučić, 2004). Politika dividendi se može definirati kao politika isplata koju slijedi poduzeće određujući visinu isplata dioničarima i dinamiku isplata kroz vrijeme kao i stupanj stabilnosti dividendi (Miletić, 2014, str. 3). Cilj politike dividendi je napraviti izbor optimalnog modela odnosa između dividende i zadržane dobiti zbog maksimiziranja vrijednosti poduzeća. Donošenje odluka o isplati dividende bitno utječe na bogatstvo dioničara, ali istodobno i na mogućnosti poduzeća da zadržavanjem dobiti i reinvestiranjem postignu rast. Tijekom povijesti razvile su se brojne teorije koje objašnjavaju kakva je uloga dividendi u maksimiziranju vrijednosti korporacije od kojih su najvažnije modernistička, tradicionalistička i teorija porezne preferencije (Vidučić, 2004).

Modernističko gledište Millera i Modigliania obuhvaća stajalište da politika dividendi nema utjecaja na cijenu dionice, niti na trošak kapitala. Tradicionalno gledište na dividende se još naziva i teorija „ptice u ruci“. Prema njoj vrijednost tvrtke se može maksimizirati pokazateljem isplate dividendi. Drugim riječima, više vrijedi dionica korporacije koja nosi dividende od dionice one korporacije koja reinvestira dobit. Teorija porezne preferencije

polazi od razlika između poreza na dohodak i poreza na kapitalni dobitak. Prema njoj će investitori više preferirati kapitalni dobitak u odnosu na dividende zbog razlike u poreznim stopama (Vidučić, 2004).

U svijetu je provedeno mnogo istraživanja o determinantama koje određuju isplatu dividendi. Denis i Osobov (2008) u svom istraživanju o isplati dividendi na tržištima SAD-a, Kanade, Ujedinjenog Kraljevstva, Njemačke, Francuske i Japana zaključuju da veličina poduzeća i visina ostvarene dobiti svakako imaju velik utjecaj na odluke koje se tiču isplate dividendi. Pritom je vjerojatnost isplate dividendi veća što su korporacije veće i profitabilnije. Ovakve zaključke potvrđuje i Al-Kuwari (2009) koji istražuje determinante isplate dividendi na Bliskom Istoku, dodajući i državno vlasništvo u skup važnih čimbenika. U svom radu naglašava da poduzeća s većim udjelom državnog vlasništva isplaćuju više dividende. Moradi et al. (2010) zaključuju da na tržištu Irana postoji proporcionalnost između profitabilnosti i dividendi, dok su ovi faktori obrnuto proporcionalni s P/E pokazateljem, betom dionice i stupnjem zaduženosti. Deshmukh (2003) zaključuje da su dividende negativno povezane s mogućnostima korporacije za investicije. DeAngelo et al. (2006) povezuju više isplate dividendi, sa stabilnijim novčanim tokovima koje poduzeće ima, a koje je uvjetovano zrelijom životnom fazom korporacije. Rozeff (1982) niže dividende kod nekih korporacija objašnjava njihovom visokom zaduženošću. U tom slučaju poduzeća su prisiljena mijenjati načine financiranja pa ne isplaćuju dividendu nego refinanciraju dugove. Dakle, može se zaključiti da većina istraživanja ističe veličinu korporacije, njenu profitabilnost, investicijske mogućnosti, životnu fazu i zaduženost kao glavne determinante isplate dividendi.

Pitanje je također signaliziraju li promjene razine dividendi promjene u profitabilnosti poduzeća u budućnosti. Nissim i Ziv (2001) utvrđuju da su promjene u razini dividendi pozitivno kolerirane s budućom profitabilnosti poduzeća. Grullon et al. (2005) zaključuju da ne postoji korelacija između promjene u razinama dividendi i budućim zaradama poduzeća na tržištu SAD-a.

Za banke u Hrvatskoj u predmetnom području postoji svega nekoliko radova koji se uglavnom bave determinantama profitabilnosti banaka. Kundid et al. (2011) povezuju profitabilnost s većim rastom prodaje kredita, stabilnom bazom deponenata, dobrim upravljanjem rizicima te povećanim nekamatnim приходima. Pervan et al. (2012) pronalaze pozitivnu vezu između profitabilnosti i koncentracije bankarskog tržišta. Odobašić et al. (2014) zaključuju da su glavne determinante profitabilnosti banaka u Hrvatskoj koncentracija

tržišta, tržišni udio i dostupnost kapitala. Politike dividendi uglavnom su ispitivane za nefinancijske korporacije. Većina poduzeća u Hrvatskoj nema konzistentnu politiku dividendi i ona nije u skladu s temeljnim ciljem poslovanja poduzeća – maksimalizacijom bogatstva vlasnika (Kožul, 2012). Na manje razvijenim tržištima kapitala poput Hrvatske, Slovenije, Mađarske i Češke veće su fluktuacije u isplatama dividendi u odnosu na razvijenija tržišta, a investicijske mogućnosti tijekom gospodarskog rasta negativno utječu na isplatu dividendi i njihovu visinu (Miletić, 2014).

Dakle, **problem istraživanja** je utvrditi koji čimbenici utječu na odluku o visini dividendi tj. raspolaganje financijskim rezultatom poslovanja banaka u Hrvatskoj, na koji način i kojim intenzitetom.

## **1.2 Predmet istraživanja**

Bankarski sektor od presudne je važnosti u strukturi svakog gospodarstva zbog velikog utjecaja na gotovo sva gospodarska kretanja. Posebice je to uočljivo u Hrvatskoj čiji je financijski sustav izrazito bankocentričan pa se većina financiranja poslovnih subjekata odvija preko banaka. To je posljedica slabe razvijenosti tržišta kapitala i sporog prihvaćanja suvremenih modela financiranja koji su se razvili na tržištima razvijenih zemalja. Upravo zato je potrebno podrobnije analizirati uspješnost banaka u Hrvatskoj i pratiti na koji način raspoložu svojim financijskim rezultatima.

U radu se teorijski i empirijski ispituju čimbenici koji utječu na raspolaganje banaka njihovim financijskim rezultatima tj. čimbenici koji utječu na odluku banaka o isplati i visini dividendi. **Predmet istraživanja** jest utvrditi odnos između visine isplate dividendi i čimbenika koji su s njima povezani u hrvatskom bankarskom sektoru.

Na temelju provedenog teorijskog istraživanja utvrđuju se sve relevantne varijable koje mogu utjecati na donošenje odluke o isplati dividendi njihovoj visini te način na koji se manifestira njihov utjecaj. U empirijskom dijelu svaka identificirana varijabla operacionalizira se pomoću određenih pokazatelja bankarskog sektora u Hrvatskoj. Istražuju se postavljene istraživačke hipoteze te na temelju njih određuje koje su varijable imale najveći utjecajna visinu isplaćenih dividendi.

### 1.3 Svrha i ciljevi istraživanja

Svrha ovoga rada je pružiti prikaz relevantnih istraživanja o raspodjeli dobiti banaka te o dividendnim politikama i teorijama koje objašnjavaju donošenje odluke o isplati dividendi. Pritom se fokus stavlja na sve relevantne determinante za koje je utvrđena povezanost s isplatama i visinama dividendi. Empirijsko istraživanje ima za cilj, na podacima iz hrvatskog bankarskog sektora, prikazati utjecaj svake pojedine varijable na visinu isplaćenih dividendi te primjereno prikazati i formulirati rezultate istraživanja. Cilj rada je tako dobiti odgovore na sljedeća pitanja:

- Kakvi su bili financijski rezultati banaka u post-tranzicijskom razdoblju?
- Jesu li banke u Hrvatskoj u promatranom razdoblju isplaćivale dividende, kolike su one bile i kakva je bila dinamika njihove isplate?
- Koje su varijable utjecale na odluku o isplati dividendi i na koji način?
- Koja ili koje dividendne teorije najbolje objašnjavaju dividendne politike banaka u Hrvatskoj?
- Postoji li dugoročno upravljanje dividendnim politikama u hrvatskom bankarskom sektoru?
- Postoje li značajne razlike između banaka po pitanju upravljanja raspodjelom financijskog rezultata poslovanja?

### 1.4 Istraživačke hipoteze

Na temelju problema i predmeta istraživanja može se odrediti temeljna radna hipoteza i pet pomoćnih hipoteza. One slijede u nastavku.

**H1: Ključne determinante visine dividendi banaka u Hrvatskoj su veličina banke, profitabilnost banke, investicijske mogućnosti banke, životna faza banke i zaduženost banke.**

**H1.1: Isplata dividendi i veći iznos dividendi su vjerojatniji što je banka veća.**

Veće banke imaju manje prepreka u potrebama za kapitalom u odnosu na manje banke. Ponajprije se to odnosi na pristup inozemnim izvorima financiranja uz manje troškove i manje oslanjanje na unutarnje izvore financiranja. Brojna istraživanja potvrđuju veličinu kao



značajnu determinantu prilikom isplata dividendi poduzeća i potvrđuju njenu pozitivnu vezu s isplatama dividendi (Holder et al., 1998; Fama i French, 2001). U istraživanjima su se najčešće za mjerenje veličine koristili pokazatelji ukupne imovine, broja zaposlenih i kapitalizacije poduzeća.

### **H1.2.: Isplata dividendi i veći iznos dividendi su vjerojatniji što je veća profitabilnost banke.**

Odluka o isplati dividendi svakako počinje s profitom koji je banka ostvarila u prošloj godini koji uglavnom predstavlja glavni izvor iz kojeg se isplaćuju dividende. Sukladno tome, gubici u prošloj godini svakako će negativno utjecati na isplatu dividendi i njihovu veličinu. Jedno od najvažnijih istraživanja o dividendama je Lintnerovo (1956) u kojem se zaključuje da je neto dobit glavna determinanta promjene dividendi. Većina kasnijih istraživanja potvrđuje pozitivnu vezu između profitabilnosti i dividendnih isplata (Fama i French, 2001; Al - Malkawi, 2008). Najčešći korišteni pokazatelji profitabilnosti su EPS (dobit po dionici), ROA (stopa povrata imovine) i ROE (stopa povrata kapitala).

### **H1.3: Isplata dividendi i veći iznos dividendi su manje vjerojatni što su investicijske mogućnosti banke veće.**

Prema Milleru i Modiglianu (1961) u savršenim tržišnim uvjetima odluke o investiranju i o dividendama su neovisne. Međutim, u realnim okolnostima gdje postoje brojne tržišne nesavršenosti poput poreznih i agencijskih troškova, odluke o investiranju i dividendama postaju ovisnije. Relacija između investicija i dividendi je dvojaka. Plaćajući dividendu korporacija osigurava jeftinije izvore financiranja jer će njene dionice pri sljedećim emisijama biti poželjnije. S druge strane, plaćanje dividendi smanjuje raspoloživa sredstva za investicije. Deshmukh (2003) pronalazi izrazito negativnu vezu između isplate dividenda i mogućnosti poduzeća za investiranje. Najčešće korišten pokazatelj je odnos tržišne i knjigovodstvene vrijednosti dionica.

### **H1.4.: Isplata dividendi i veći iznos dividendi su vjerojatniji ako je banka u zrelijoj fazi životnog ciklusa.**

DeAngelo et al. (2006) sugeriraju da zrela životna faza, koju karakterizira stabilni novčani tok kojim kompanija raspolaže, također bitno utječe na dividende. Visok udio zadržane dobiti daje kompaniji sigurnost u daljnjem poslovanju, a ujedno u odsustvu potencijalnih investicijskih mogućnosti potencijal je za isplatu dividendi. Za determinante koje opisuju

zrelost kompanije često korišteni su odnos ukupnih zadržanih zarada i ukupnog vlastitog kapitala i odnos ukupnih zadržanih zarada i ukupne imovine.

### **H1.5.: Isplata dividendi i veći iznos dividendi su manje vjerojatni što je financijska poluga banke veća.**

Financijska poluga koja se koristi kako bi se ispitaio omjer između vlastitog i tuđeg financiranja bi također mogla biti važna odrednica isplate dividendi. Već Rozeff (1982) ističe da poduzeća s velikom financijskom polugom imaju niske isplate dividendi kako bi smanjile troškove povezane s dužničnim financiranjem.

## **1.5 Metode istraživanja**

Teorijski dio se temelji na spoznajama iz domaće i svjetske literature, a kako bi se provelo što kvalitetnije istraživanje koriste se sljedeće znanstvene metode (Zelenika, 2000, str. 309):

- Induktivna metoda - metoda u kojoj opći zaključak nastaje na temelju pojedinačnih činjenica;
- Deduktivna metoda - sustavna primjena deduktivnog načina zaključivanja u kojemu se iz općih sudova izvode posebni i pojedinačni zaključci;
- Metoda analize - raščlamba složenih pojmova na jednostavnije elemente;
- Metoda sinteze - spajanje jednostavnih zaključaka u složenije zaključke;
- Metoda klasifikacije - podjela općeg značenja pojma na njegove pojedinačne dijelove;
- Metoda deskripcije - način opisivanja procesa i činjenica bez znanstvenog pristupa i dokazivanja;
- Komparativna metoda - metoda za usporedbu sličnosti i razlika istih ili srodnih saznanja, činjenica i odnosa;
- Metoda kompilacije - postupak sekundarnog prikupljanja podataka iz teorijske literature.

U empirijskom dijelu koriste se statističke metode da bi se detaljno istražilo utječu li navedene determinante i na koji način isplatu i visinu dividendi od strane banaka u Hrvatskoj. Podaci za empirijski dio rada se prikupljaju iz izvora Hrvatske narodne banke i iz samih financijskih izvještaja banaka za post-tranzicijsko razdoblje.

## **1.6 Doprinos istraživanja**

Ovim istraživanjem nastoji se dati teorijski pregled literature vezane za dividendne politike korporacija s posebnim naglaskom na banke. Uz pomoć javno dostupnih podataka utvrđuje se koje varijable najznačajnije djeluju na odluke o isplati i visini dividendi. To može koristiti široj znanstvenoj zajednici koja može uočiti eventualne razlike između dividendnih politika banaka i ostalih dioničkih društava. Također, to može biti podloga za daljnja znanstvena istraživanja. Rad može koristiti i investitorima koji dobijaju jasan pregled isplata dividendi kod banaka u Hrvatskoj u post-tranzicijskom razdoblju što im može pomoći u boljem razumijevanju problematike i daljnjim investicijskim odlukama. Dioničari i potencijalni klijenti će također dobiti vrijedne informacije za donošenje odluka o budućoj poslovnoj suradnji.

## **1.7 Struktura rada**

Ovaj diplomski rad sastoji se od pet osnovnih dijelova čiji je kratki opis dan u nastavku.

Nakon uvoda rada predmet istraživanja su teorijski aspekti raspolaganja korporacija s dobiti. Prvo se objašnjava dobit kao temeljni cilj poslovanja poduzeća i sve njene značajke. Zatim se opisuju vrste i osnovne karakteristike dividendi. Dan je prikaz razvitka dividendnih politika te su predstavljene i objašnjene najvažnije teorije o isplati dividendi.

Treći dio donosi pregled svih relevantnih istraživanja o determinantama raspolaganja dobiti korporacija. Objašnjavaju se dosadašnje spoznaje o različitim faktorima koji utječu na isplatu dividendi u svijetu i Hrvatskoj za banke i nefinancijska poduzeća, s naglaskom na varijable relevantne za empirijsko istraživanje ovog diplomskog rada.

Četvrti dio je empirijski dio rada. Započinje s podacima o financijskim rezultatima banaka i dividendama koje su se isplaćivale u Hrvatskoj u post-tranzicijskom razdoblju. Opisuju se prikupljeni podaci i metodologija koja se koristi u istraživanju. Pomoću statističkih alata testiraju se identificirane varijable i određuje njihov utjecaj na isplatu i visinu dividendi. Analiziraju se dobiveni rezultati uz prihvaćanje ili opovrgavanje postavljenih hipoteza.

Posljednji, peti dio rada donosi zaključak u kojem su sažeto iznijet glavni rezultati do kojih se došlo istraživanjem.

## 2. TEORIJSKI ASPEKTI RASPOLAGANJA KORPORACIJA S DOBITI

### 2.1 Dobit – temeljni cilj poslovanja korporacija

Svaka korporacija ima set ciljeva koje želi ostvariti kroz svoje poslovanje. Ciljevi obično proizlaze iz plana misije poduzeća i predstavljaju željeno stanje ili rezultat kojeg poduzeće želi postići u određenom vremenskom razdoblju (Gonan Božac, 2002). Odnose se na sve ključne čimbenike koji utječu na uspjeh poduzeća, a često obuhvaćaju odluke vezane uz vrstu i veličinu poduzeća, prirodu i raznolikost područja djelovanja kao i na razinu uspješnosti. Zbog heterogenosti ciljeva i zbog subjektivnosti prilikom određivanja koji je cilj važniji za korporaciju razvio se niz teorija koje pokušavaju dati odgovor na pitanje kako postaviti strateške ciljeve organizacije. Pozadina postavljenih ciljeva u poduzeću pronalazi se u interesnim skupinama poduzeća, odnosno u teoriji interesnih skupina, bihevioralnoj teoriji, teoriji tržišnog modela i ostalim teorijama poduzeća (Gonan Božac, 2002).

**Tablica 1: Ciljevi poduzeća s obzirom na različite dionike**

DIONICI	CILJEVI DIONIKA	CILJEVI PODUZEĆA
<b>VLASNICI / DIONIČARI</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dobivanje zadovoljavajućeg prinosa na ulaganje (dividende)</li> <li>Povećanje dioničke vrijednosti tijekom vremena</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ostarijanje profitabilnosti</li> <li>Povećanje vrijednosti poduzeća</li> <li>Stabilnost poslovanja</li> </ul>
<b>ZAPOSLENICI</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Zadržavanje stabilne zaposlenosti u poduzeću</li> <li>Zadovoljavajuća razina kompenzacija za rad</li> <li>Sigurni radni uvjeti</li> <li>Mogućnosti napredovanja i usavršavanja</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Povećanje plaća</li> <li>Poboljšanje sigurnosti i zaštite na radu</li> <li>Usavršavanje zaposlenika</li> <li>Unaprijeđenje sustava nagrađivanja i razvitka karijera</li> </ul>
<b>KUPCI</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Proizvodnja dobara i pružanje usluga koje će zadovoljiti njihove potrebe i želje</li> <li>Poštena razmjena vrijednosti: kvaliteta za potrošen novac</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Uspostavljanje proizvodnog miksa koji će odgovarati tržišnim potrebama</li> <li>Snižavanje troškova proizvodnje</li> <li>Povećanje kvalitete proizvoda i usluga</li> </ul>
<b>DOBAVLJAČI</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Primanje pravodobnih narudžbi proizvoda i usluga</li> <li>Redovita plaćanja</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Povećanje efikasnosti sustava nabave, plaćanja i distribucije</li> <li>Osvajanje novih tržišta</li> <li>Širenje i diverzifikacija poslovanja</li> </ul>
<b>KREDITORI</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Otplata danih kredita uz zadovoljavajuću kamatu</li> <li>Prodaja ostalih usluga poput savjetovanja</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Prikupljanje kapitala i osiguranje financijske stabilnosti i likvidnosti</li> </ul>

Izvor: Izrada autora prema Freeman, R. E. (2001): A stakeholder theory of the modern corporation, Perspectives in Business Ethics Sie, 3 (144), str. 38 – 48.

Prema **teoriji interesnih skupina** pri postavljanju ciljeva vodi se računa o grupama ili pojedincima koji su zainteresirani za uspješnost poslovanja poput vlasnika odnosno dioničara korporacije, zaposlenika, kupaca, dobavljača, kreditora (Freeman, 2001). Prema ovom pristupu, ciljevi poduzeća su pod utjecajem različitih zahtjeva interesnih skupina koje imaju međusobno različite interese prema poduzeću. Njihovi interesi se ne moraju poklapati i ponekad mogu biti isključivi. U prethodnoj tablici dan je prikaz ciljeva koje korporacija može imati u odnosu na različite dionike.

U **bihevioralnoj teoriji** poduzeća se promatraju kao skup koalicija ljudi koji zajednički odlučuju o ključnim ciljevima i prioritetima (Gonan Božac, 2002). Od ciljeva se najčešće ističu količina proizvodnje i prodaje, veličina tržišnog udjela i profitabilnost. Dogovor predstavlja odraz snage svake pojedine grupe ljudi i ovisi o kompromisu koalicija i konfliktu interesa.

Organizacija bira između različitih modela odlučivanja pritom pokušavajući uspostaviti ravnotežu između ciljeva i realnih ograničenja s kojima se susreće.

**Teorija tržišnog modela** se oslanja na mikroekonomske principe. Glavni cilj korporacije je maksimizacija dobiti koja se ostvaruje u točki gdje su granični troškovi jednaki graničnom prihodu. Najvažniji pri donošenju odluka su dioničari, dok ne postoji jasna razlika između uloge vlasnika i menadžera. Postoje dva temeljna tipa tržišnih struktura: savršena konkurencija i nesavršena konkurencija u koju spadaju monopolistička konkurencija, oligopol i monopol. Formiraju se ovisno o broju sudionika na strani ponude i potražnje, barijerama pri ulasku novih poduzeća na tržište i izlasku postojećih, karakteristikama nuđenih proizvoda i usluga kao i o informiranosti tržišnih sudionika (Pavić, 2015, str. 331).

Unatoč cijelom spektru ciljeva koje poduzeće može imati profit je svakako jedan od najvažnijih. Može se definirati kao razlika između ukupnih prihoda i ukupnih troškova poduzeća. Ovisno o načinu na koji se mogu objasniti troškovi razlikuju se tri temeljne vrste profita - poslovni, ekonomski i normalni profit (Solomons, 1961).

**Poslovni profit** se može objasniti kao razlika između prihoda i eksplicitnih troškova poduzeća. Ova vrsta profita obuhvaća samo računovodstvene troškove, odnosno zasniva se na prošlim transakcijama i povijesnim troškovima. Eksplicitni troškovi obuhvaćaju sve redovite izdatke poduzeća za nabavu faktora potrebnih za proizvodnju kao i troškove plaća, amortizacije, financiranja (Solomons, 1961, str. 376). Dobit je kategorija poslovnog rezultata

trgovačkog društva. Može se promatrati s dvije točke gledišta. Tako se u skladu s MSFI/MRS1 (MSFI, 2006, str. 10526) posebno definira i utvrđuje računovodstvena dobit, a posebno oporeziva dobit. Prema MRS 12-Porez na dobit (toč. 5.) računovodstvena dobit (gubitak) je dobit (gubitak) razdoblja prije oduzimanja poreznog rashoda. Oporeziva dobit (porezni gubitak) se definira kao dobit (gubitak) razdoblja, određena u skladu s propisima koje su donijele porezne vlasti, prema kojem postoji obveza plaćanja poreza na dobit. Dobit prije oporezivanja se dijeli na porez na dobit i dobit nakon oporezivanja koji pripada dioničarima.

**Ekonomski profit** predstavlja razliku između prihoda i svih eksplicitnih i implicitnih troškova poduzeća. Implicitni troškovi obuhvaćaju izgublenu dobit, odnosno trošak propuštenih prilika. Poduzeće utvrđuje je li moglo ostvariti veći profit drugačijom upotrebom kapitala ili njegovom boljom raspodjelom. Ova vrsta troškova se ne evidentira u računovodstvu jer nisu povezani s novčanim tokovima poduzeća (Pavić, 2015, str. 281).

**Normalni profit** se definira kao prinos na uloženi kapital koji poduzeće mora ostvariti da bi nastavilo poslovati u istoj industriji. Poduzeće koje ostvaruje normalni profit posluje jednako dobro kao da je kapital uložilo u nešto drugo, odnosno prinos na uloženi kapital je isti kao u sljedećoj najboljoj upotrebi usporedivog stupnja rizika. (Solomons, 1961, str. 379-380).

Prema Porteru i Millaru (1985) profit korporacije je rezultat njenih primarnih i sekundarnih aktivnosti. Povećanje prihoda u odnosu na troškove postiže se efikasnijim i efektivnijim izvršenjem aktivnosti. U svom radu razvijaju model pet konkurentskih sila o kojima ovisi dugoročna profitabilnost određene industrije, a samim time i profitabilnost samoga poduzeća. To su: (1) jačina konkurencije prisutne na tržištu, (2) postojanje poduzeća koja žele ući na tržište (jačina ulaznih barijera), (3) snaga supstituta – mogućnost da kupci prijeđu na korištenje zamjenskih proizvoda, (4) pregovaračka moć kupaca i (5) pregovaračka moć dobavljača. Ukoliko postoji stabilna konkurencija na tržištu, uz povoljan položaj poduzeća prema kupcima i dobavljačima kao i teži ulazak novih poduzeća na tržište, može se reći da je industrija profitabilnija. Najjače konkurentske sile određuju profitabilnost industrije, a neutralizacija istih poduzećima omogućuje kvalitetnije kreiranje konkurentnih prednosti.

Dva su načina ostvarivanja konkurentne prednosti, odnosno profita na tržištu: diferencijacija proizvoda i troškovno vodstvo (Porter, Millar, 1985). Dakle, poduzeće može pružati jednaku vrijednost isporučenih proizvoda ili usluga uz nižu cijenu, ili može pružati veću vrijednost

isporučenih proizvoda ili usluga uz istu ili višu cijenu. U tablici koja slijedi prikazane su četiri moguća položaja poduzeća u odnosu na njegove konkurentske prednosti.

**Tablica 2: Konkurentska prednost poduzeća**

		RELATIVNI TROŠKOVNI POLOŽAJ	
		INFERIORAN	SUPERIORAN
RELATIVNI DIFERENCIJACIJSKI POLOŽAJ	INFERIORAN	Bez prednosti	Troškovna prednost
	SUPERIORAN	Diferencijacijska prednost	Diferencijacijska i troškovna prednost

Izvor: Shank, J. K., Govindarajan, V. (1993): Strategic Cost Management, The Free Press, New York, str. 48-50.

Profit poduzeća rezultat je djelovanja velikog broja različitih faktora pa su razvijene brojne teorije koje nastoje identificirati ključne izvore tržišnog uspjeha poduzeća i utvrditi zbog čega nastaju razlike u profitima između različitih gospodarskih grana pa i poduzeća unutar iste grane (Pavić, 2015, str. 33). To su:

- Frikcijska teorija profita,
- Monopolska teorija profita,
- Kompenzacijske (funkcionalne) teorije profita,
- Inovacijska teorija profita,
- Teorija profita na temelju menadžerske aktivnosti.

**Frikcijska teorija profita** definira normalnu razinu profita kao cijenu kapitala koju primaju njegovi vlasnici kao nagradu za štednju i investiranje svojih financijskih sredstava. Prema teoriji savršene konkurencije na tržištu postoji savršena mobilnost resursa i nesmetano djelovanje zakona ponude i potražnje što gospodarstvo dovodi u stanje ravnoteže. Pri tim uvjetima, u dugom roku poduzeća bi zarađivala normalne razine profita ovisno o svom kapitalu i poduzetničkim sposobnostima. S obzirom da se svi resursi nalaze u idealnoj upotrebi prihod svakog poduzeća je jednak troškovima tj. ekonomski profit je jednak nuli (Pavić, 2015, str. 33). Frikcijska teorija profita objašnjava da se na tržištu ponekad događaju neravnoteže kao posljedica promjena u potražnji ili troškovima pa nastaju odstupanja od dugoročne ravnoteže (Rupčić, 2016, str. 62). Prepreke u kretanju resursa su tada izvori profita.

One mogu nastati prirodnim putem (npr. rijetkost resursa) ili državnom regulacijom. Prepreke, odnosno frikcijski faktori sprječavaju prilagođavanje tržišta novonastalim uvjetima. Dobar primjer za to je tržište nafte. Arapsko proljeće 2011. godine uzrokovalo je smanjenje proizvodnje nafte i strah na tržištu pa je cijena nafte dosegla rekordne razine. Pritom su naftne kompanije imale iznadprosječne ekonomske profite. Ukoliko u kratkom roku poduzeća imaju visoke profite, u dugom roku će postojeća poduzeća u visokoprofitabilnoj industriji širiti kapacitete svog poslovanja i više novih poduzeća će ulaziti na tržište. S vremenom se profiti smanjuju sve dok ekonomski profit ne bude jednak nuli odnosno dok poduzeća ne budu imala samo normalne povrate ili čak gubitke. Ukoliko poduzeća imaju negativne profite neka od njih će smanjivati proizvodne kapacitete ili napustiti tržište. Smanjenje ponude će uzrokovati rast cijena i poduzeća će ponovno početi ostvarivati ekonomski profit (Rupčić, 2016, str. 62).

**Monopolska teorija** objašnjava profite iznad normalne razine monopolskim položajem poduzeća (Pavić, 2015, str. 34). U takvim tržišnim strukturama samo jedno poduzeće na tržištu nudi određeni proizvod ili uslugu. Takva pozicija im omogućuje da samostalno odlučuju o količini outputa i cijena pa proizvode manje i po višim cijenama od poduzeća u savršenoj konkurenciji. Često su prisutne barijere pri ulasku novih poduzeća na tržište pa monopolisti zadržavaju visoke profite čak i u dugom roku. Neki od razloga nastanka monopola su ekonomija obujma, kontroliranje rijetkih izvora sirovina, posjedovanje patenata i zakonodavna ograničenja (Pavić, 2015, str. 390).

**Funkcionalna teorija** objašnjava profit kao nagradu poduzetniku za preuzimanje rizika i neizvjesnosti u promjenjivim ekonomskim uvjetima (Rupčić, 2016, str. 62). Poduzetnici pristupaju proizvodnji u uvjetima neizvjesnosti i zbog toga moraju procijeniti buduće promjene koje će nastupiti na tržištu po pitanju potražnje za proizvodom i njegovom cijenom. Promjene koje uzrokuju neizvjesnost mogu biti razlike u ukusima i željama potrošača u budućnosti, mogućnost financijskih kriza, razvitak tehnologije ili zakonske promjene poput drugačijeg oporezivanja, liberalizacije izvoza i sl. Procjene su važne prilikom ugovaranja faktora proizvodnje ili isporuke proizvoda po fiksnim cijenama, a gotovo je sigurno da će nastupiti promjene na tržištu između vremena ugovaranja i isporuke. Što su poduzetnikove procjene preciznije to su veći profiti koje ostvaruje. Također, što je veći preuzeti rizik, veća je i mogućnost iznadprosječnih profita, ali i gubitaka.



**Inovacijska teorija** gleda na profit kao posljedicu uspješnog inoviranja proizvoda ili usluga. Inovativnost je prema ovoj teoriji temeljna funkciju poduzetnika, a profit dolazi kao nagrada. Pritom se inovacija može definirati kao bilo koji poduhvat poduzetnika usmjeren na smanjenje troškova proizvodnje ili na povećanje potražnje za proizvodom. Prva kategorija uključuje korištenje novih uređaja za proizvodnju, uvođenje novih tehnika proizvodnje, korištenje jeftinijih materijala ili bolje organiziranje poslovnih procesa (Rupčić, 2016, str. 63). Druga kategorija obuhvaća uvođenje potpuno novih proizvoda, modifikaciju postojećih, osvajanje novih tržišta ili korištenje drukčijih marketinških alata. Profiti rastu jer cijena proizvodnje pada dok cijena proizvoda ostaje stabilna ili poduzeće prodaje više novih proizvoda po višim cijenama nego prije inoviranja. Inovacije na početku donose iznadprosječne profite jer poduzetnik drži monopolnu poziciju zbog posjedovanja inovacije (Rupčić, 2016, str. 63). Tijekom vremena profiti se približavaju normalnim razinama jer konkurencija počinje primjenjivati slične koncepte ili plasira slične proizvode. U slučaju da zakonodavstvo omogućuje patente za inovaciju poduzetnika, visoke profite je moguće zadržati u dugom roku. Primjeri za to su kompanije poput Microsofta i Xeroxa koje su zahvaljujući inovacijama i patentima održavale visoke profite desetljećima.

**Teorija profita na temelju menadžerske efikasnosti** iznadprosječne profite povezuje s efikasnim menadžmentom kao i boljim zadovoljenjem potreba i želja potrošača (Pavić, 2015, str. 34). Profiti su veći što je bolje upravljanje poduzećem dok lošije upravljanje nužno znači i niže profite. Menadžeri koristeći različitu tehnologiju i kombinirajući proizvodne čimbenike preuzimaju rizik kako bi stvorili novu vrijednost i smanjili troškove poslovanja. U slučajevima kada na tržištu nema monopolne zaštite ostalih poduzeća, iznadprosječni profiti se najčešće objašnjavaju upravo ovim pristupom. Jedan od najboljih primjera ostvarenja iznadprosječnih profita zbog menadžerske efikasnosti je poduzeće Apple pod vodstvom Stevea Jobsa.

Ostavarene profite u praksi najčešće je nemoguće objasniti pomoću samo jednog teorijskog pristupa. Uzrok i pojava profita rezultat je različitih aktivnosti koje mogu biti objašnjene s više teorija koje međusobno nisu isključive odnosno često se podudaraju.

## **2.2 Teorija raspolaganja s dobiti**

Jedan od najvažnijih ciljeva u upravljanju korporacijama je stvaranje vrijednosti za dioničare. Profit koji poduzeće generira umanjeno za poreze pripada dioničarima, ali to ne znači da će cijeli profit biti razdijeljen njima u obliku dividendi. Jedna od glavnih zadaća menadžmenta je odrediti koliki dio profita će biti zadržan, a koliki će biti isplaćen dioničarima. Menadžeri pažljivo razmatraju utjecaj svojih odluka na cijenu dionica jer upravo njihova cijena predstavlja ključnu determinantu vrijednosti poduzeća i bogatstva dioničara. Zadržana dobit se najčešće reinvestira u samu kompaniju radi postizanja rasta i generiranja dobiti u budućnosti. Stoga, politika dividendi čini sastavni dio odluke o financiranju poduzeća. Svaka isplata dividendi smanjuje novčana sredstva poduzeća koja mogu biti iskorištena za ostale svrhe, poput investiranja, smanjenja zaduženosti i sl. Isto tako zadržavanje većeg iznosa dobiti znači ujedno i manje sredstava za tekuću isplatu dividendi u promatranom razdoblju (Miletić, 2014, str. 13-17).

Distribucija zarada isplatom dividendi predstavlja jednu od temeljnih odrednica poslovanja modernih korporacija. Od sredine 20. stoljeća počinje interes znanstvenika za distribuciju vrijednosti kompanije i napravljena su brojna istraživanja koja nastoje objasniti fenomen dividendi. Razlog su vjerojatno enormni iznosi koje kompanije isplaćuju dioničarima. Tako su primjerice kompanije u SAD-u 1971. godine ukupno dioničarima isplatile 17 milijardi dolara dividendi, dok se taj iznos 2005. godine kretao oko 155 milijardi dolara (Baker, 2009; prema Miletić, 2014, str. 80). Značaj dividendi se ogleda i u prosječnom udjelu dividendi u dohotku pojedinca koji bilježi rast jer je 1980. godine u SAD-u iznosio 3% dok je 2010. godine iznosio više od 5% (Miletić, 2014, str. 14).

### **2.2.1 Pojam i vrste dividendi**

Dividende podrazumijevaju bilo kakvu distribuciju vrijednosti koju poduzeće vrši svojim dioničarima, pri čemu se primarno misli na distribuciju vrijednosti u novcu (Vidučić et al., 2015, str. 261). Distribucija vrijednosti se obavlja u skladu s postotnim udjelom u vlasništvu svakog pojedinog dioničara. Odluku o isplati dividendi donosi skupština, a postoji više vrsta dividendi odnosno načina distribucije vrijednosti poduzeća.

Odlučivanje o raspodjeli neto dobiti u anglosaksonskim zemljama nije zakonski regulirano, dok se u zemljama Europske unije dijelom zakonski utječe na raspoređivanje dobiti. To se

ponajprije odnosi na dio neto dobiti koji se raspoređuje na rezerve. Tako je u Republici Hrvatskoj na snazi obvezno oblikovanje zakonskih pričuva na način da se 5% dobitka financijske godine mora raspoređivati u zakonske pričuve sve dok one ne dosegnu 5% temeljnog kapitala. Određene zakonske odredbe također podrazumijevaju da nelikvidna poduzeća ne mogu isplaćivati dividende i da isplata dividendi ne smije umanjivati temeljni kapital. Također ako poduzeće nije isplatilo kumulativne prioritetne dionice ne može pristupiti isplati običnih dionica (Vidučić, 2004). Ograničenja po pitanju isplate dividendi su osim visine ostvarene dobiti i zakona, također i zahtjevi kreditora. Kreditore dioničkih društava često postavljaju ograničenja na isplatu dividendi kako bi spriječili prevelik odljev novca iz kompanije i kako se ne bi negativno utjecalo na financijsku stabilnost kompanije.

S obzirom na način isplate, dividende se dijele na novčane i nenovčane dividende. Primarni oblik novčanih dividendi su **redovne dividende**. Njih kompanija isplaćuje iz svojeg redovnog poslovanja i one se očekuju i u budućnosti zbog čega se još nazivaju regularne dividende (Vidučić, 2004). Osim redovnih, kompanija povremeno može isplatiti specijalne i likvidacijske dividende. **Specijalne ili izvanredne dividende** se isplaćuju pored redovnih dividendi. Pritom se kod dioničara ne stvaraju očekivanja o redovitoj isplati dividendi uz one redovne. Reakcija cijena dionica na promjenu dividendi je asimetrična. Povećanje vrijednosti redovnih dividendi obično je praćeno malim povećanjem cijene dionice dok neisplata ili smanjivanje redovnih dividendi uzrokuje snažan pad cijena dionica. Investitori promatraju specijalnu dividendu kao jednokratnu distribuciju viška novčanih tokova pa nema negativnih reakcija cijene dionice u slučaju neisplate specijalnih dividendi (Vidučić, 2004).

Jagannathan et al. (2000; prema Miletić, 2014) zaključuju da se vrijednost redovnih dividendi povećava zbog stabilnog povećanja novčanih tokova kompanije. Ako pak novčani tokovi nisu stabilni i ne postoje naznake da će se održati u budućnosti, kompanije posežu za isplatom specijalnih dividendi. Razlog zbog kojega ne povećavaju redovne dividende su negativne posljedice u slučaju da kompanija bude prisiljena smanjiti ili ne isplatiti redovne dividende u budućnosti. Autori također dolaze do zaključka da kompanije obično kreću s otkupom dionica nakon lošijeg perioda dionica na burzi. Dakle, temeljni preduvjeti za isplatu specijalnih dionica su izvanredni novčani tokovi i visoka razina cijena dionica kompanije. S druge pak strane, isplata specijalnih dividendi može pokazivati trenutne nemogućnosti kompanije za profitabilna ulaganja i nestabilne novčane tokove s kojima je kompanija suočena.

Postoje brojna istraživanja koja nastoje objasniti utjecaj objave specijalnih dividendi na cijenu dionica. Investitori objavu specijalnih dividendi promatraju kao pozitivnu vijest. De Angelo et al. (2000) su dokazali da objava specijalne dividende ostaje pozitivna vijest čak i ako je dioničari mogu predvidjeti zbog nekoliko uzastopnih isplata. Reakcija tržišta je uglavnom pozitivna na smanjenje specijalnih dividendi sve dok kompanije ne odluče smanjiti isplatu redovnih dividendi.

Ponekad dioničari imaju mogućnost da reinvestiraju dio ili ukupne dividende kupujući dodatne dionice kompanije koja provodi plan reinvestiranja, obično bez transakcijskih troškova i uz popust u odnosu na tržišnu cijenu (Miletić, 2014, str. 19). Postoje dva temeljna načina na koji se može provesti **plan reinvestiranja dividendi**. Prva mogućnost je kupnja dionica koje su već izdane, a druga mogućnost je izdavanje novih dionica koje se nude sudionicima plana reinvestiranja dividendi. Obično su mali dioničari zainteresirani za ovakav način reinvestiranja zbog brojnih pozitivnih karakteristika. Jedini nedostatak može biti porezni tretman jer će dioničari u većini zemalja biti oporezovani čak i ako investiraju dividendu. Prednost za kompaniju je lakše prikupljanje kapitala uz eliminaciju troškova vezanih uz troškove izdavanja koji nastaju kada se dionice nude na otvorenom tržištu. Također, nema negativnog efekta koji se može stvoriti uz izdavanje dionica jer tržište ovaj potez bi inače mogao protumačiti kao financijske probleme kompanije i nelikvidnost (Miletić, 2014, str. 20).

Iako je isplata redovnih dividendi osnovni način na koji kompanije isplaćuju dioničare zadnjih desetljeća sve veći udio zauzima **otkup dionica**. Dok redovne dividende predstavljaju konstantnu obvezu isplate sredstava dioničarima, otkup dionica najčešće podrazumijeva privremenu distribuciju viška gotovine (Miletić, 2014, str. 21-22). U slučaju da kompanije imaju višak novčanih sredstva i nedovoljno investicijskih mogućnosti sve češće posežu upravo za ovakvim načinom raspodjele dobiti. Na ovaj način signaliziraju tržištima kapitala pozitivno stanje kompanije i dobre izglede za njene buduće novčane tokove pa kroz otkup dionica umiruju tržište i odašilju poruku o svojoj profitabilnosti i budućim zaradama (Miller i Rock, 1985; prema Miletić, 2014., str. 107). Drugi razlog se odnosi na umanjivanje novčanih tokova koje uprava kompanije ima na raspolaganju. Prema Jensen (1986, prema Miletić, 2014, str. 102), otkup dionica može spriječiti menadžment kompanije da previše sredstava usmjere u investiranje kada na tržištu nema dovoljno dobrih investicijskih mogućnosti. Pritom je za kompanije koje se susreću s manjim mogućnostima rasta i nižim pokazateljima profitabilnosti vjerojatnije da će posegnuti za otkupom dionica.

Otkup dionica nosi sa sobom brojne prednosti i nedostatke za kompaniju (Vidučić et al., 2015, str. 271). Među glavne prednosti možemo ubrojiti pozitivno signaliziranje jer menadžeri obično otkupljuju dionice kada je njihova vrijednost na tržištu podcijenjena, zatim uklanjanje bloka dionica s tržišta koje imaju negativan efekt na cijenu kao i relativno brze promjene u strukturi kapitala. S druge strane, dioničari mogu imati veće preferencije prema gotovinskim dividendama pa bi one mogle pozitivnije utjecati na cijenu od otkupa dionica. Isto tako kompanija može platiti previsoku cijenu za dionice što kao posljedicu može imati pad cijena dionica po završetku programa otkupa.

Osim novčanih dividendi, kompanije se ponekad odlučuju na isplatu **dividendi u dionicama**. Broj dionica koje će dobiti svaki pojedini dioničar ovisi o njegovom udjelu u vlasništvu. Primjerice, ako postotni udio vlasništva iznosi 3%, tada dioničaru pripada i 3% dividendnih dionica. Dakle, dividendne dionice predstavljaju proporcionalnu distribuciju novih dionica vlasnicima redovitih dionica, ali bez ikakvog utjecaja na imovinu ili obveze kompanije. Ipak, knjigovodstvena vrijednost dionica opada zbog razvodnjavanja broja dionica. Neposredno dolazi i do pada njihovih tržišnih cijena, ali valja naglasiti da je realni pad cijena slabijeg intenziteta od pada knjigovodstvene vrijednosti. Naime, zbog niže cijene dionice postaju privlačnije za kupnju malim investitorima koji na ovaj način mogu uzrokovati povećanu potražnju što sprječava veći pad cijena (Miletić, 2014, str. 27). Glavni razlog zbog kojeg se kompanije odlučuju na isplatu dioničkih dividendi je čuvanje gotovine. Umjesto isplate gotovinskih dividendi kompanije novac mogu zadržati i iskoristiti povoljne uvjete na tržištu za investiranje ili rast. Glavni nedostatak dioničkih dividendi je skupa administrativna obrada u odnosu na novčane dividende. Također, u slučaju čestih izdavanja dividendi u dionicama određeni institucionalni investitori mogu takvo ponašanje smatrati nepoželjnim pa se povećava mogućnost da uklone dionice kompanije s ovakvim praksama iz svog portfelja. (Miletić, 2014, str. 28-29).

### **2.2.2. Osvrt na teorije izbora politike dividendi**

Tijekom povijesti razvile su se brojne teorije koje objašnjavaju kakva je uloga dividendi u maksimiziranju vrijednosti korporacije od kojih su najvažnije modernistička, tradicionalistička, teorija porezne preferencije i teorija signaliziranja (Vidučić, 2004). U nastavku je dan kratki prikaz navedenih teorija, uz agencijsku teoriju i teoriju povezanosti dividendi i životnog ciklusa kompanije.

Teorija Mertona Millera i Franca Modigliania o **irelevantnosti politike dividendi** jedna je od najznačajnijih teorija koje se bave pitanjem vrijednosti kompanije. U svom radu iz 1958. godine predstavili su teoriju irelevantnosti strukture kapitala koja govori da vrijednost kompanije ne ovisi o kombinaciji duga i kapitala (Miller, Modigliani, 1958., prema Miletić, 2014, str. 44). Glavne pretpostavke njihovog rada su: ulagači mogu trgovati vrijednosnim papirima bez ograničenja, ulagači se mogu zaduživati pod istim uvjetima kao kompanije, tržišta kapitala su efikasna tj. vrijednosni papiri imaju cijenu koja je u skladu s informacijama koje su dostupne investitorima, nema poreza i ignoriraju se troškovi ako se kompanija previše zaduži. Glavni zaključak je da su vrijednosti zaduženog i nezaduženog poduzeća jednake sve dok se investitor može zaduživati uz iste uvjete kao i poduzeće. Struktura kapitala nevažna je prilikom određivanja vrijednosti poduzeća sve dok je investicijska politika poduzeća konstantna (Vidučić et al, 2015, str. 224-225).

Isti autori 1961. godine objavljuju još jedan rad u kojem za politiku dividendi nose slične pretpostavke kao i za strukturu kapitala. U uvjetima efikasnog tržišta politiku dividendi treba provoditi neovisno o politici investiranja. Kompanija treba investirati u sve projekte s pozitivnom neto sadašnjom vrijednosti (NSV), a za održavanje određene razine gotovine treba koristiti kupnju, prodaju i emisiju vrijednosnih papira na financijskom tržištu (Vidučić et al., 2015, str. 264). Miller i Modigliani također pretpostavljaju da su investicijska politika i politika zaduživanja konstantne. Povećanje isplata dividendi je moguće samo emisijom novih dionica. To znači da nema povećanja vrijednosti dioničkog društva koje bi bilo rezultat povećanih budućih prinosa. Također, vrijednost društva nije mogla porasti za vrijednost novog duga. Stoga se politika dividendi odnosi uglavnom na transfer vrijednosti od postojećih prema novim dioničarima. Politika dividendi ne može povećati zarade po dionici na određeni datum, a da ih ne smanji na neki drugi datum. Stoga se politika dividendi odnosi na izbor o isplati dividendi između različitih vremenskih točaka (Miller, Modigliani, 1961, str. 428-429).

Tekuće dividende ujedno znače i manje mogućnosti za investiranje i potencijalni rast kompanije u budućnosti. Ako vrijednost dividendi ostane nepromijenjena isto će biti i s vrijednosti kompanije. Emisijom novih dionica one vrijede manje nego prije promjene politike dividendi. Stari dioničari ostvaruju kapitalni gubitak na vrijednost dionica koje posjeduju, ali on je točno nadoknađen povećanom isplatom dividendi. Odluka o politici dividendi je irelevantna jer pojedinci mogu privatnim transakcijama osigurati željenu politiku dividendi. Sve dok postoji efikasno tržište kapitala oni prodajom dionica mogu doći do gotovine prodajom dionica. Ako kompanija isplati dividende, a oni ih ne žele, mogu kupiti

dionice. U slučaju da kompanija ne isplati dividende, a oni ih žele, mogu prodati dio dionica. Pritom se na politiku dividendi može gledati kao na izbor između gotovinskih dividendi i emisije ili otkupa dionica (Miletić, 2014, str. 46-47).

Tradicionalno gledište ili **teorija „ptice u ruci“** naziv je za teoriju prema kojoj se vrijednost kompanije može maksimalizirati pokazateljem isplate dividendi. Tvorcima ove teorije su Myron Gordon i John Lintner. Prema njima, dioničari preferiraju novčanu jedinicu od dividendi danas u odnosu na očekivanu novčanu jedinicu od dividendi u budućnosti. Dioničari, dakle, preferiraju sigurnost primitaka danas u odnosu na potencijalne nesigurne primitke u budućnosti (Vidučić et al., 2015, str. 264).

Temeljna pretpostavka teorije „ptice u ruci“ je da se dioničari ponašaju kao racionalni investitori i da izbjegavaju rizik. Gordon i Lintner definiraju različite stupnjeve rizika povezanih s dividendama i kapitalnim prinosima. Dividende se smatraju sigurnijom vrstom prinosa i manje rizičnom od kapitalnih prinosa. Isplata dividendi smanjuje neizvjesnost dioničara i predstavlja svojevrsni indikator financijske snage kompanije. Zbog toga su menadžeri neskloni smanjivanju dividendi, ali i njihovom povećavanju u slučaju rasta zarada, ako nisu uvjereni da će se taj rast zarada zadržati (Miletić, 2014, str. 48). Miller i Modigliani se suprotstavljaju tradicionalnoj teoriji tvrdeći da u slučaju neisplate dividendi investitori jednostavno mogu prodati dio dionica i na taj način pribaviti potrebnu gotovinu. Također tvrde da se promjenom politike dividendi mijenja samo raspored distribucije između dividendi i kapitalnog dobitka, dok ukupni povrat ostaje isti. S druge strane, Gordon i Lintner tvrde kako preveliko zadržavanje zarada vodi većem trošku kapitala zbog povećanog rizika budućih novčanih tokova. Visoki trošak kapitala zatim vodi manjoj cijeni dionice (Miletić, 2014, str. 49).

Tvorcima **teorije porezne preferencije** su Robert Litzenger i Krishna Ramaswamy. Glavna pretpostavka ove teorije je da porezni propisi mogu utjecati na preferiranje određene vrste i visine isplate. To proizlazi iz različitih poreznih stopa na dividende i kapitalnu dobit. Ako je stopa oporezivanja dividendi veća od stope poreza na kapitalnu dobit onda će dioničari preferirati veću kapitalnu dobit u odnosu na dividende. Isto tako, ako su porezi na kapitalnu dobit viši od poreza na dividende dioničari će preferirati veće dividendne isplate i u svom portfelju će uglavnom držati dionice kompanija koje većinu dobiti isplaćuju kroz dividende (Litzenger i Ramaswamy, 1982; prema Miletić, 2014, str. 118-119). U SAD-u je početkom 1960-ih postojala značajna razlika između stopa poreza na dividende koja je iznosila 90%,

dok je stopa poreza na kapitalne dobitke iznosila 25% (Brealey et al., 2001; prema Miletić, 2014, str. 85). Ove dvije porezne stope su se izjednačile 2003. godine. U Hrvatskoj fizičke osobe dugi niz godina nisu plaćale porez na dividende, a porez na kapitalni dobitak nije postojao. Zakonske promjene su stupile na snagu 1. siječnja 2016. kada je uveden porez od 12% na sve kapitalne dobitke i dividende.

Dodatna prednost kapitalnog dobitka proizlazi iz mogućnosti dioničara da izabere vrijeme kada će platiti porez i kapitalna dobit se oporezuje tek kada se realizira. Efektivni porez na kapitalne dobitke u terminima sadašnje vrijednosti je manji od poreza na dividende, čak i kada je porezna stopa jednaka. Dakle, investitori preferiraju isplatu kapitalnog dobitka u odnosu na isplatu dividendi, pogotovo što je veća razlika između poreznih stopa. Dionica koja daje dividendu bi zbog toga trebala imati veći očekivani prinos prije oporezivanja, nego dionica koja ne daje dividendu, a koja ima isti rizik (Miletić, 2014, str. 118-119).

**Teorija signaliziranja** počiva na pretpostavci da izdavanje dividendi odražava vrijednost budućih zarada. Promjene u isplatama i visini isplata dividendi prema ovoj teoriji odražavaju buduće novčane tokove kompanije. Temeljna hipoteza je da smanjenje dividendi nužno signalizira da kompanija ima skromne izgleda za rast prihoda i dobiti u budućnosti, a porast dividendi signalizira rast zarada kompanije u budućnosti (Miller i Modigliani, 1961). Isplata i visina dividendi u proporcionalnoj su vezi s budućim zaradama kompanije. Napravljene su brojne studije s ciljem da se ispita veza između objava o isplati dividendi i reakcija dioničkog tržišta. Lintner (1956) u svom istraživanju zaključuje da ponekad menadžment odbija smanjiti dividende čak i kada postoji potreba za smanjenjem zbog financijskih poteškoća. Isto tako, povećanje dividenda se događa samo onda kada menadžment vjeruje u dugoročno povećanje zarada u budućnosti.

Temeljna postavka **agencijske teorije** je da se kompanije ne ponašaju prema načelu maksimalizacije zbog konflikta interesa koji postoji među ključnim upravljačkim subjektima (Jensen, 1986, prema Miletić, 2014, str. 93-94). Ova teorija proizlazi iz razdvojenosti vlasništva i menadžmenta. Osnovni problem nastaje kada vlasnik ne može savršeno i bez troškova nadzirati djelovanje menadžmenta čije bi djelovanje trebalo biti usmjereno isključivo na ciljeve koje je postavio vlasnik prilikom pokretanja poslovnog poduhvata. Nesrazmjerni utjecaj se naziva agencijskim odnosom, a temeljni oblici su odnos dioničara i kreditora i odnos menadžmenta i dioničara.



Dioničari i kreditori dijele vrijednost novčanog toka generiranog poslovanjem kompanije. Njihovi se ciljevi djelomično razlikuju jer dioničari žele maksimizirati pozitivni potencijal kompanije, čak i ako to znači povećanje financijskog rizika poslovanja. S druge strane kreditori imaju za cilj manji rizik poslovanja i veću vjerojatnost da će njihova potraživanja biti podmirena. Dok kreditori imaju pravo na nominalnu vrijednost duga i kamata koji su fiksni, dioničari imaju pravo na sav ostatak vrijednosti nakon što su podmirene obveze prema kreditorima. Dioničari žele primiti što veću dividendu, čak i ako poduzeće nije u mogućnosti ispuniti svoje ugovorne obveze. Kreditori pak imaju averziju prema dividendama jer se njihovom isplatom smanjuje likvidnost i povećava se rizik neplaćanja obveza prema kreditorima (Easterbrook, 1984, prema Miletić, str. 99).

Drugi dio agencijske teorije se odnosi na odnos između dioničara i menadžera kompanije. Agencijska teorija pretpostavlja da bogatstvo ne može biti maksimalizirano zbog različitih interesa dioničara i menadžmenta, različitog pristupa informacijama i različite sklonosti prema riziku. S obzirom da dioničari ne sudjeluju izravno u aktivnostima koje bi trebale rezultirati maksimalizacijom njihove koristi, postoji opasnost da menadžment koristi sredstva neracionalno i da su dioničari slabije informirani. Ovo rezultira agencijskim troškovima. Dio rješenja Easterbrook (1984, prema Miletić, str. 99) pronalazi u isplati dividendi za koje tvrdi da će prisiliti menadžment na učestalije prikupljanje sredstava za financiranje investicija na financijskom tržištu. Zbog eksternog financiranja i isplate dividendi menadžment će biti pod učestalijim nadzorom i postoje manje šanse da će se ponašati u skladu s vlastitim interesima.

Sljedeća teorija povezuje isplate dividende sa **životnim ciklusom kompanije**. Temeljna pretpostavka je da sazrijevanjem kompanije ona ima sve veće gotovinske tokove i premalo profitabilnih investicijskih mogućnosti. Zbog viška financijskih sredstava kompanije u zrelijoj životnoj fazi češće isplaćuju dividendu dioničarima. Nove kompanije susreću se s velikim investicijskim mogućnostima i obično imaju manjak financijskih sredstava kako bi iskoristile sve prilike koje im se pružaju na tržištu (Mueller, 1972, prema Miletić, 2014, str. 128-129). U početnoj fazi poslovanja kompanije sva raspoloživa sredstva koriste za razvoj inovacija, probitak na tržištu i povećanje profitabilnosti. Također, veliki dio sredstava odlazi na troškove financiranja zbog velikog rizika koji postoji kod mladih kompanija. U ovoj fazi životnog ciklusa agencijski problem nije izražen zbog velike kontrole menadžmenta koji traži eksterne uvjete financiranja. Isto tako, na početku djelovanja vlasništvo nije razvodnjeno pa je olakšan nadzor menadžmenta. S vremenom zbog velike profitabilnosti industrije i druga poduzeća ulaze na tržište. Konkurencija postaje sve jača i tržište postaje zasićeno. Također,

organizacijska struktura kompanije u ovoj fazi je kompliciranija pa se odluke donose teže i preuzima se manje rizika. Zbog svega navedenog kompanija uskoro stiže u fazu kada ima višak gotovine u odnosu na dostupne investicijske mogućnosti. U zreloj životnoj fazi počinje značajnija distribucija zarada dioničarima kroz dividende. Dakle, prema teoriji životnog ciklusa kompanije u zreloj životnoj fazi počinju isplaćivati dividende uz manji rast i pad profitabilnosti (Miletić, 2014, str. 129).

### **3. PREGLED EMPIRIJSKIH ISTRAŽIVANJA O DETERMINANTAMA RASPOLAGANJA S DOBITI KORPORACIJA**

Postoje brojna empirijska istraživanja koja nastoje objasniti koje determinante određuju raspodjelu dobiti korporacija, tj. isplatu dividendi. Istraživanja se mogu podijeliti na dvije osnovne skupine. Prva grupa istraživanja determinante pronalazi u karakteristikama kompanije, poput veličine poduzeća, profitabilnosti, investicijskih mogućnosti, životnom vijeku kompanije i sl. (npr. Deskmuh, 2003; Denis i Osobov, 2008). Druga skupina istraživanja determinantne pronalazi na tržištu i kao glavne ističe poreze, razvijenost tržišta kapitala, političko – pravni sustav u kojem djeluje kompanija i stupanj konkurencije (Kožul i Mihalina, 2013; Von Eije i Magginson; 2006). Za potrebe ovog rada, pregled istraživanja dijeli se na istraživanja o determinantama isplate dividendi nefinancijskih korporacija i banaka.

#### **3.1 Pregled empirijskih istraživanja za nefinancijske korporacije**

Provedena su brojna istraživanja koja se bave determinantama koje utječu na raspodjelu dobiti i isplatu dividendi kod nefinancijskih korporacija. Slijedi pregled istraživanja razvijenih tržišta kapitala.

Rad Johna Lintnera iz 1956. godine predstavlja temelj većine istraživanja koja se bave ponašanjem i politikom dividendi. Lintner je definirao 15 varijabli koje bi mogle utjecati na politiku isplate dividendi, a neke od njih su veličina kompanije, stabilnost zarada, vlasništvo, troškovi kompanije i sl. Izabrao je 28 najpoznatijih industrijskih kompanija na tržištu SAD-a i proveo intervju s menadžerima odgovornima za definiranje politika dividendi. Pritom je utvrdio da menadžeri smatraju kako dioničari žele stabilne dividende i njihov konstantan rast i da izrazito negativno reagiraju na smanjenja dividendi. Iz njihovih odgovora je također zaključio da je zarada osnovna varijabla koja utječe na isplate dividendi. Pritom menadžerima nisu važne apsolutne promjene dividendi, nego postotna promjena. Kompanije najčešće imaju ciljni pokazatelj isplate dividendi prema kojem se kreću određenim koeficijentom brzine. Također je utvrdio da je odluka o dividendama neovisna o iznosu investicija.

Rozeff (1982) istražuje dividendne politike i njihov odnos s varijablama, poput beta koeficijenta, rasta i disperzije vlasništva. Istraživanje je napravljeno za 1000 kompanija iz 64 različite industrije pri čemu su isključene sve regulirane industrije (bankarstvo, osiguranje,

telekomunikacije, nafta...). Rezultati su pokazali obrnutu vezu između isplate dividendi i budućeg rasta prodaje, beta pokazatelja i udjela vlasništva menadžmenta u ukupnom vlasništvu. Više investicijskih mogućnosti kao posljedicu ima rast prodaje, a veća iskorištenost gotovinskih tokova za ove aktivnosti znači i manje sredstava za isplatu dividendi. Veća beta često znači veću financijsku polugu i zaduženost poduzeća. Kompanije promatraju dividendu kao fiksni trošak pa je u slučaju prevelike zaduženosti ne isplaćuju kako bi smanjili troškove vanjskog financiranja. Kada menadžment posjeduje veći udio vlasništva dividendne isplate se smanjuju jer oni gotovinska sredstva radije koriste kako bi potakli rast kompanije i s time neizravno zadovoljili vlastite interese koji iz toga proizlaze.

Fama i French (2001) se bave smanjenjem broja poduzeća koja isplaćuju dividendu. Naime, broj poduzeća koja isplaćuju dividendu na tržištu SAD-a se smanjio sa 66,5% 1978. godine na 20,8% 1999. Na grafu 1 su prikazane kompanije koje kotiraju na NYSE, NASDAQ i AMEX burzama. Isključene su financijske institucije. Autori su podijelili kompanije u četiri kategorije: one koje isplaćuju dividendu, ne isplaćuju dividendu, isplaćivale su u prošlosti i nikad nisu isplatili. Vidi se drastično povećanje onih koje ne isplaćuju dividendu dok se proporcionalno s tim smanjuje postotak kompanije koje isplaćuju dividendu.



**Graf 1: Kompanije na tržištu SAD-a s obzirom na isplatu dividendi (1926. – 1996.)**

Izvor: Fama, E.F., French, K.R. (2001): Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or lower Propensity to Pay? Journal of Financial Economics, 60, str. 3- 43.

Glavne uzroke pronalaze u promijenjenim karakteristikama kompanija. Prosječna profitabilnost kompanija se smanjila tijekom ovog perioda. Prije 1978. preko 90% kompanija je imalo pozitivnu zaradu prije kamata (EBIT) dok se nakon 1978. udio spustio na 50%. Također, nove kompanije na burzi su bile manje i imale su ogromne investicijske mogućnosti što se povezuje s manjom isplatom dividendi. Zaključak rada je da je vjerojatnost isplate dividendi pozitivno povezana s profitabilnošću i veličinom kompanije, a negativno povezana s većim investicijskim mogućnostima.

Deskmuh (2003) ispituje što utječe na isplatu dividendi kod kompanija koje po prvi puta izlaze na burzu u SAD-u u razdoblju od 1990. do 1997. godine. U uzorku se nalazila 1371 kompanija i iz analize su isključene financijske kompanije. Istraživanje je pokazalo da je isplata dividendi pozitivno povezana s veličinom kompanije i novčanim tokovima, a utvrđena je negativna povezanost s mogućnostima za rast, tj. investicijama.

Von Eije i Magginson (2006) istražuju politike dividendi 15 zemalja Europske unije koristeći podatke 3400 industrijskih kompanija za razdoblje od 1989. do 2003. godine. U tom periodu se postotak kompanija koje isplaćuju dividendu smanjio sa 91% na 62% što je u skladu s promjenama koje se događaju u SAD-u zadnjih nekoliko desetljeća. Veličina kompanija i njihova starost značajno povećava vjerojatnost da će isplaćivati dividende. Za brzorastuće kompanije je manje vjerojatno da će isplaćivati dividende, a čak i ako ih isplaćuju obično se radi o malim iznosima. Rast likvidnosti tržišta kapitala smanjuje vjerojatnost isplate, ali povećava iznose isplata. Nije pronađena veza između udjela zadržane dobiti u ukupnoj dobiti i isplate dividendi. Također nije pronađena konvergencija u politikama dividendi kompanija zemalja EU, unatoč produbljenju integracijskog procesa.

DeAngelo et al. (2006) rade istraživanje u kojem ispituju utječe li životni ciklus kompanije na isplatu dividendi. Pritom promatraju je li vjerojatnost isplata dividendi pozitivno povezana s omjerom ukupnih zadržanih zarada i ukupnog vlastitog kapitala, što predstavlja mjeru zrelosti kompanije. Ovaj omjer pokazuje koliko je kompanija ovisna o vanjskim izvorima financiranja i u kolikoj se mjeri može osloniti na vlastiti kapital. Kompanije s visokim omjerom zadržanih zarada i vlastitog kapitala su zrelije kompanije s viškom gotovinskih tokova i za kao takve se pretpostavlja vjerojatnija isplata dividendi. Kompanije s nižim omjerom su obično mlađe kompanije s velikim financijskim potrebama koje se uglavnom zadovoljavaju eksternim financiranjem. Za njih se pretpostavlja da je manje vjerojatna isplata dividendi. Za analizu su uzeti podaci nefinancijskih kompanija od 1973. do 2002. godine izlistanih na

NYSE, NASDAQ i AMEX burzama. Zaključak istraživanja je kako postoji pozitivna i statistički značajna veza između odluke o isplati dividendi i omjera ukupnih zadržanih zarada te ukupnog vlastitog kapitala. Također su zaključili da ovaj pokazatelj značajnije utječe na isplatu dividendi od profitabilnosti i investicijskih mogućnosti.

Denis i Osobov (2008) promatraju isplate dividendi u periodu od 1989. do 2002. na razvijenim tržištima kapitala SAD-a, Kanade, Ujedinjenog Kraljevstva, Njemačke, Francuske i Japana. Iz analize su, kao i u sličnim istraživanjima, isključene financijske kompanije i kompanije s velikom volatilnošću dividendi. Rezultati su u skladu s dotadašnjim spoznajama pa je vjerojatnija isplata dividendi u slučaju velikih kompanije, veće profitabilnosti i manjih investicijskih mogućnosti. Kao i u istraživanju DeAngela et al. (2008) utvrđena je pozitivna veza između isplate dividendi i omjera ukupnih zadržanih zarada i vlastitog kapitala. Ipak postoje razlike u promatranim zemljama, pri čemu je veza snažnija na tržištu SAD-a dok je u ostalim zemljama manje značajna. Isto tako, isplata dividendi je u svih šest zemalja koncentrirana oko najvećih i najprofitabilnijih kompanija. Rezultati istraživanja su poduprli tezu da isplata dividendi ovisi o životnoj fazi kompanije, dok su autori djelomično odbacili teoriju signaliziranja.

U nastavku slijedi pregled istraživanja na manje razvijenim tržištima kapitala istočne Europe, Bliskog Istoka, jugoistoka Azije i Južne Amerike.

Pandey (2001) istražuje politike dividendi kompanija u Maleziji. U uzorak je uzeto 248 kompanija izlistanih na burzi u Kuala Lumpuru u periodu od 1993. do 2000. Pritom je napravljena distinkcija između različitih industrija pa su izdvojene građevinska, prerađivačka, industrijska, poljoprivredna i uslužna. Rezultati su pokazali značajne razlike u isplatama dividendi između različitih industrija. Poljoprivredne i prerađivačke kompanije su imale najviše dividendnih isplata što se objašnjava manjim investicijskim mogućnostima i viškovima kapitala. Veličina kompanije i profitabilnost su se pokazale kao varijable koje pozitivno utječu na isplate dividendi. Kompanije koje isplaćuju dividendu su u prosjeku 10 puta veće od kompanija koje dividendu ne isplaćuju. Građevinske kompanije su najmanje isplaćivale dividende zbog velikih mogućnosti rasta i investicija u tom periodu. Uslužne kompanije su pak smanjivale dividende zbog niske profitabilnosti. Općenito se za tržište Malezije pokazalo da kompanije u slučaju dobiti isplaćuju dividende, ali isto tako brzo prestanu s tim praksama kada se suoče s gubicima.

Beabczuk (2004) radi istraživanje o dividendnim politikama kompanija u Argentini. Korišteni su podaci 55 kompanija za razdoblje od 1995. do 2002. godine. Iz istraživanja su isključene banke i kompanije s nepotpunim podacima za navedeno razdoblje. Glavna saznanju su da veće i profitabilnije kompanije bez investicijskih mogućnosti vjerojatnije isplaćuju dividende. Isto vrijedi i za kompanije koje imaju lakši pristup zaduživanju. S druge strane, za zaduženije kompanije kao i one u stranom vlasništvu je manja vjerojatnost isplate dividendi. Rezultati također upućuju na zaključak da kompanije nemaju stabilne politike dividendi.

Kowalevski et al. (2007) promatraju kako upravljanje kompanijom utječe na politiku dividendi u Poljskoj. U istraživanje je uključeno 110 nefinancijskih kompanija izlistanih na Varšavskoj burzi u razdoblju od 1998. do 2004. godine. Za potrebe istraživanja su kreirali Transparency Disclosure Index (TDI) koji se bazira na javnim informacijama i reflektira koliko kompanija prati standarde transparentnosti u poslovanju, uključujući kompenzacije za menadžment, informiranje dionika poduzeća i kvalitetu odaslanih informacija. Utvrđeno je da upravljanje kompanijom značajno utječe na politiku dividendi. TDI je snažno pozitivno koreliran s isplatama dividendi. Za ostale varijable je utvrđeno da su veličina kompanije i profitabilnost pozitivno, a zaduženost negativno korelirani s isplatama dividendi.

Al Kuwari (2009) istražuje determinante dividendi kompanija izlistanih na burzama zemalja Zaljevskog vijeća za suradnju (GCC). Podaci su uzeti samo za nefinancijske kompanije za razdoblje od 1999. do 2003. godine. Rezultati istraživanja pokazuju pozitivnu koreliranost dividendi s državnim vlasništvom, profitabilnošću i veličinom kompanije, dok je utvrđena izrazito negativna koreliranost s financijskom polugom. Zaključak autora je da kompanije zaljevskih zemalja koriste politike dividendi kako bi reducirale agencijski problem i održale dobru reputaciju. Zbog toga politika dividendi nije stalna, nego se mijenja ovisno o okolnostima.

Kožul i Mihalina (2013) rade istraživanje o determinantama dividendi za 52 kompanije sa Zagrebačke burze. Iz istraživanja su isključene financijske kompanije. Rezultati pokazuju da najveći utjecaj na isplatu dividendi imaju profitabilnost i zaduženost kompanije. Stabilnost zarada i veličina kompanija nisu se pokazali značajnim determinantama pri isplati dividendi. Autori pronalaze uzroke u većim financijskim ograničenjima s kojima se susreću kompanije u Hrvatskoj u odnosu na usporedive zemlje.

Miletić (2014) istražuje determinante koje utječu na isplatu dividendi kompanija s tržišta Hrvatske, Slovenije, Mađarske, Austrije i Češke u razdoblju od 2003. do 2011. godine.

Rezultati istraživanja pokazuju kako postoji pozitivna veza između poreznih prednosti koje kompanije može koristiti i isplate dividendi. Utvrđena je i pozitivna veza između odnosa tržišne i knjigovodstvene vrijednosti pasive dioničkog društva i pokazatelja stope isplate dividendi što znači da kompanije koje se više vrednuju na tržištu isplaćuju i veće iznose dividendi. U suprotnosti s većinom ostalih istraživanja je rezultat koji pokazuje da postoji negativna veza između iznosa dividende i visine neto profitne marže kao mjere profitabilnosti kompanije. Negativnu vezu s isplatom dividendi ima i udio državnog u ukupnom vlasništvu kompanije.

### **3.2. Pregled empirijskih istraživanja za banke**

Za determinante koje utječu na isplatu dividendi banaka nema puno istraživanja. Najčešće su banke uključene u analizu zajedno s ostalim nefinancijskim kompanijama. Isto tako mogu se uzeti u obzir istraživanja ostalih reguliranih djelatnosti, poput naftne industrije, telekomunikacija, zrakoplovstva... Slijedi pregled nekoliko istraživanja gdje su financijske korporacije uključene u uzorak zajedno s ostalim sektorima.

Baker et al. (2001) istražuju koji faktori utječu na dividendne politike 630 kompanija u SAD-u. 1999. autori šalju upitnik financijskim menadžerima kompanija koji su zaslužni za definiranje njihove dividendne politike. Najznačajnije rangirani faktori su dividende prošlih razdoblja, stabilnost zarada, razina trenutnih zarada i očekivane zarade u budućnosti. Utvrđena je značajna razlika u odgovorima menadžera financijskih i nefinancijskih kompanija. Menadžeri financijskih kompanija su rangirali stabilnost zarada, razinu prošlih i budućih zarada, održavanje strukture kapitala i financijsku polugu kao važnije u odnosu na menadžere nefinancijskih kompanija. Jedini faktor koji su menadžeri nefinancijskih kompanija ocijenili važnijim su legalna pravila i prepreke.

Al-Malkawi (2008) istražuje što utječe na isplatu dividendi u Jordanu. U analizu uzima 1137 kompanija izlistanih na Ammanskoj burzi od 1989. do 2003. godine. Uzorak se na kraju sastojao od 160 kompanija od kojih je 26 osiguravajućih društava i 16 banaka. Istraživanje je pokazalo da ne postoje razlike u vjerojatnosti isplate dividendi između kompanija koje pripadaju različitim industrijama. Veličina kompanije i profitabilnost su se pokazali statistički značajnima i u pozitivnoj su vezi s isplatom dividendi. Potvrđena je teza da starije kompanije s manjom mogućnosti za rast češće isplaćuju dividende. U slučaju da starije kompanije pronađu nove investicijske mogućnosti i njihov rast se poveća, opada vjerojatnost da će



nastaviti isplaćivati dividende. Financijska poluga je negativno povezana s isplatama dividendi pa će njen rast smanjivati vjerojatnost da će kompanije isplaćivati dividende.

Moradi et al. (2010) su napravili analizu determinanta dividendi za sve kompanije izlistane na Iranskoj burzi od 2000. do 2008. godine. Dakle u analizu su uključene i financijske kompanije. Rezultati su pokazali da postoji snažna pozitivna veza između profitabilnosti i isplate dividendi. Utvrđeno je postojanje obrnutno proporcionalne veze između beta koeficijenta i P/E pokazatelja s jedne strane i isplate dividendi s druge strane. Isto tako, za razliku od većine drugih istraživanja, nije utvrđena veza između veličine kompanije i isplate dividendi. To se podudara s nekim drugim istraživanjima na tržištu Irana.

U nastavku slijedi pregled istraživanja gdje se u uzorku nalaze samo financijske korporacije.

Gupta i Walker (1975) su među prvima istraživali dividendne politike banaka. U uzorku istraživanja je analizirano 980 banaka za razdoblje od 1965. do 1968. Profiti u vrijeme isplate dividendi, promjena profita u odnosu na prošlu godinu, suma profita prošlog razdoblja i rast imovine imaju pozitivan utjecaj na isplatu dividendi. Autori su također pronašli negativnu vezu između likvidnosti banaka i isplate dividendi.

Boldin i Legget (1995) ispituju vezu između politika dividendi banaka i njihovog rejtinga. Istraživanjem je obuhvaćeno 207 banaka koje su djelovale na tržištu SAD-a 1989. godine. Rejting banaka je Sheshunoffov „Presidential rating“ koji rangira banke na temelju kapitala, imovine, zarada i likvidnosti. Autori su dokazali da banke često koriste politiku dividendi kao medij za signaliziranje financijskog zdravlja investitorima. Postoji pozitivna i statistički značajna veza između dividendi po dionici i rejtinga banke i potvrđuje se efekt signaliziranja. Visoke dividende po dionici ili njihov rast znači da banka ima zdrave financije i da menadžment smatra kako će takve ostati i u budućnosti.

Bessler i Nohel (1996) ispituju reakciju tržišta u slučaju smanjenja dividendi komercijalnih banaka. U istraživanje je uključeno 56 komercijalnih banaka iz SAD-a u razdoblju od 1974. do 1991. godine. Potvrđuje se negativan efekt na vrijednost dionica banaka nakon smanjenja dividendi. Negativni efekti su puno snažniji nego u slučaju smanjenja dividendi nefinancijskih kompanija ili ostalih negativnih objava banaka. Kvartalna izvješća o stabilnosti ili rastu dividendi banke su koristile kao pozitivno informiranje dionika o solventnosti i financijskom zdravlju. Veliki broj banaka je tijekom 1980.-ih snosio gubitke, ali nije bilo prekida u isplati dividendi ili njihovog snižavanja. To je značajna razlika u odnosu na nefinancijske

korporacije koje u slučaju gubitaka brže snižavaju dividende ili ih ne isplaćuju. Zbog toga se tijekom vremena na tržištu stvorila percepcija da će banke snižavati dividende samo kao posljednje utočište i u slučaju značajnih financijskih poteškoća. Autori također pronalaze vezu između povrata na dionice i veličine banke pa je negativan efekt na povrate nakon objave snižavanja dividendi značajniji što je banka veća. Razlog može biti gubitak velikih korporativnih klijenata radi straha da se banka suočava s financijskim poteškoćama.

Casey i Dickens (2000) rade istraživanje o utjecaju promjene poreznih stopa na dividendne politike banaka u SAD-u. Prije 1987. godine kapitalni dobitci su bili oporezivani stopom od 20%, dok su dividende oporezovane s 50%. 1987. godine je u SAD-u zaživio novi porezni zakon koji smanjuje razliku u poreznim stopama pa se kapitalni dobitci oporezuju s 28%, a dividende s 38,5%. 1988. godine ove dvije porezne stope se izjednačavaju na 33%. Uzorak istraživanja obuhvaća 41 banku za razdoblje od 1982. do 1992. godine (bez tranzicijskog perioda 1987. godine) i 23 banke za periode od 1982. do 1986. i 1992. do 1996. godine. Rezultati pokazuju da su porezi od velike važnosti za dividendne politike banaka i potvrđena je teorija porezne preferencije. Povećava se isplata dividendi banaka ako porezna stopa na dividende pada u odnosu na poreznu stopu na kapitalne dobitke. U istom istraživanju ispitano je još varijabli po uzoru na Rozeffovo istraživanje iz 1982. Budući rast kredita pokazuje negativnu vezu s isplatama dividendi što je u skladu s istraživanjima za nefinancijske institucije. Naime, rast kredita proizlazi iz ulaganja gotovinskih sredstava u povećane investicijske mogućnosti pa je očekivana manja isplata dividendi. Broj dioničara pozitivno utječe na isplati dividendi što je u skladu s agencijskom teorijom. Na isplatu dividendi banaka ne utječu značajno stopa rasta kredita u prošlosti, beta koeficijent i vlasništvo unutar banke što se razlikuje u odnosu na nefinancijske korporacije. Rezultati se djelomično mogu objasniti velikom reguliranošću bankarskog sektora.

Dickens et al. (2002) objašnjavaju politiku dividendi banaka pomoću sljedećih determinanti: investicijske mogućnosti, adekvatnost kapitala, faktori signaliziranja, veličina, vlasništvo, povijest isplata dividendi i rizik. U uzorak autori uzimaju 677 financijskih kompanija s tržišta SAD-a u razdoblju od 1998. do 2000. godine. Rezultati su slični kao u nefinancijskih kompanija. Banke s više investicijskih mogućnosti čuvaju gotovinske tokove od rasipanja i isplaćuju niže dividende. Veće banke s velikim prihodima plaćaju više dividende od manjih banaka. Veći postotak vlasništva menadžmenta u ukupnom vlasništvu znači i manje isplate dividendi. Banke koriste povijesne podatke prilikom definiranja razine dividendi što upućuje

na planiranje politike dividendi. Banke s rizičnijim poslovanjem isplaćuju nižu dividendu ili je uopće ne isplaćuju.

Bodla et al. (2007) ispituju postavke Lintnerovog modela na bankarskom sektoru u Indiji. Uzorak obuhvaća 33 banke izlistane na burzama u razdoblju od 1996. do 2006. godine. Zarade tekućeg razdoblja i dividende prošle godine pokazuju pozitivnu vezu s tekućim isplatama dividendi. Gotovinski tokovi su se također pokazali kao značajna varijabla prilikom donošenja odluke o politici dividendi kod banaka koje posluju u Indiji. Kapitalna se ulaganja nisu pokazala značajnima prilikom donošenja odluke o isplati dividendi. Banke u Indiji uglavnom provode politiku stabilnih dividendi i koriste efekt signaliziranja.

Zameer et al. (2013) istražuju determinante koje utječu na dividende banaka u Pakistanu. U istraživanje je uključeno 27 stranih i domaćih banaka izlistanih na burzama u Pakistanu u razdoblju od 2003. do 2009. godine. Dividende isplaćene u prošloj godini pokazuju se kao značajna varijabla koja je u pozitivnoj vezi s budućim isplatama dividendi. Autori zaključuju da banke u Pakistanu vode stabilnu politiku dividendi usmjerenu na blago povećanje dividendi kroz vrijeme. Profitabilnost također pokazuje pozitivnu vezu s dividendama jer profitabilne banke imaju olakšan pristup eksternim tržištima kapitala pa im je olakšano financiranje. Pozitivna veza dividendi s profitom tekuće godine i dividendama prošlih razdoblja odražava efekt signaliziranja. Broj dioničara je u pozitivnoj vezi s dividendama jer mali dioničari preferiraju isplatu dividendi odmah u odnosu na buduće isplate, a na ovaj način se smanjuje agencijski problem. Likvidnost pokazuje negativnu vezu s dividendama što proizlazi iz potreba banke za gotovinskim sredstvima u gotovo svim operacijama poslovanja. Veličina, financijska poluga, rast i rizik nisu pokazali značajni utjecaj na dividendne politike pakistanskih banaka.

U nastavku slijede dvije tablice kojima se sažimaju obilježja i zaključci empirijskih istraživanja. Obradna istraživanja su obuhvatila razdoblje od 1950-ih do danas i odnose se na razvijena tržišta kapitala kao i na ona manje razvijena. Zaključak je da ne postoji značajnija razlika između determinanti dividendi nefinancijskih korporacija i banaka. Za sva poduzeća istraživanja su pokazala pozitivnu vezu između isplate i visine dividendi i profitabilnosti, veličine i životnog vijeka kompanija, dok negativna veza postoji između isplate i visine dividendi i investicijskih mogućnosti, zaduženosti i likvidnosti.

**Tablica 3: Pregled obilježja i zaključaka izabranih empirijskih istraživanja o determinantama dividendi financijskih institucija**

Autori	Obilježje uzorka	Cilj istraživanja	Metodologija	Rezultati
<b>Gupta i Walker (1975)</b>	980 banaka za razdoblje od 1965. do 1968.	Utvrđiti o čemu ovise dividendne politike banaka	Regresijska analiza	Profiti u vrijeme isplate dividendi, promjena profita u odnosu na prošlu godinu, suma profita prošlog razdoblja i rast imovine imaju pozitivan utjecaj na isplatu dividendi; postoji negativna veza između likvidnosti dionica i isplate dividendi.
<b>Boldin i Legget (1995)</b>	207 banaka koje su djelovale na tržištu SAD-a 1989. godine.	Utvrđiti vezu između politika dividendi banaka i njihovog rejtinga.	Regresijska analiza	Postoji pozitivna i statistički značajna veza između dividendi po dionici i rejtinga banke i potvrđuje se efekt signaliziranja.
<b>Bessler i Nohel (1996)</b>	56 komercijalnih banaka iz SAD-a u razdoblju od 1974. do 1991. godine.	Ispitati reakciju tržišta u slučaju smanjenja dividendi komercijalnih banaka.	Regresijska analiza	Utvrđeno je da smanjenje dividendi negativno utječu na vrijednost dionica banaka; negativan utjecaj je značajniji kod većih banaka.
<b>Casey i Dickens (2000)</b>	41 banka za razdoblje od 1982. do 1992. godine (bez tranzicijskog perioda 1987. godine) i 23 banke za periode od 1982. do 1986. i 1992. do 1996. godine.	Objasniti utjecaj promjene poreznih stopa na dividendne politike banaka u SAD-u	Regresijska analiza	Broj dioničara pozitivno, a investicijske mogućnosti negativno utječu na dividendne isplate; stopa rasta kredita u prošlosti, beta koeficijent i vlasništvo ne utječu značajno na dividendne isplate.
<b>Dickens et al. (2002)</b>	677 financijskih institucija SAD-a od 1998. do 2000.	Utvrđiti koje varijable utječu na dividendne politika banaka	Regresijska analiza	Veličina i povijesne isplate dividendi pozitivno, a investicijske mogućnosti, vlasništvo i rizik negativno utječu na dividende.
<b>Bodla et al. (2007)</b>	33 banke u Indiji u razdoblju od 1996. do 2006. godine.	Istražiti kako banke definiraju politiku dividendi	Regresijska analiza	Profitabilnost i prošlogodišnje dividende su najvažnije determinante dividendi.
<b>Zameer et al. (2013)</b>	27 stranih i domaćih banaka izlistanih na burzama u Pakistanu u razdoblju od 2003. do 2009. godine.	Istražiti determinante dividendnih politika pakistanskih banaka	Regresijska analiza	Profitabilnost, prošlogodišnja dividenda i vlasnička struktura pozitivno, a likvidnost negativno utječu na isplate dividendi.

Izvor: Izrada autora na temelju prethodno spomenutih empirijskih istraživanja o determinantama isplate dividendi.

**Tablica 4: Povezanost isplata dividendi sa karakteristikama kompanije**

Determinante	Istraživanja	Veza
<b>Veličina</b>	Gupta, Walker (1975) *	+
	Fama, French (2001)	+
	Pandey (2001)	+
	Dickens, Casey, Newman (2002)*	+
	Deskmuh (2003)	+
	Von Eije, Magginson (2006)	+
	DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006)	+
	Kowalewski, Stetsyuk, Talavera (2007)	+
	Denis, Osobov (2008)	+
	Al Malkavi (2008) *	+
	Al Kuwari (2009)	+
<b>Profitabilnost</b>	Gupta, Walker (1975) *	+
	Fama, French (2001)	+
	Von Eije, Magginson (2006)	+
	DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006)	+
	Kowalewski, Stetsyuk, Talavera (2007)	+
	Denis, Osobov (2008)	+
	Al-Malkawi (2008) *	+
	Moradi, Salehi, Honarmand (2010) *	+
	Zameer, Rasool, Iqbal, Arshad (2013) *	+
Miletić (2014)	-	
<b>Investicijske mogućnosti</b>	Rozeff (1982)	-
	Casey, Dickens (2000) *	-
	Fama, French (2001)	-
	Dickens, Casey, Newman (2002)*	-
	Deskmuh (2003)	-
	Beabczuk (2004)	-
	DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006)	-
	Denis, Osobov (2008)	-
	Zameer, Rasool, Iqbal, Arshad (2013) *	-
<b>Životni vijek kompanije</b>	DeAngelo, DeAngelo i Stulz (2006)	+
	Von Eije, Magginson (2006)	+/-
	Denis, Osobov (2008)	+
	Al-Malkawi (2008) *	+/-
<b>Zaduženost</b>	Rozeff (1982)	-
	Beabczuk (2004)	-
	Von Eije, Magginson (2006)	-
	Kowalewski, Stetsyuk, Talavera (2007)	-
	Al-Malkawi (2008) *	-
	Al Kuwari (2009)	-
	Moradi, Salehi, Honarmand (2010) *	-
	Kožul, Mihalina (2013)	-
<b>Likvidnost</b>	Gupta, Walker (1975) *	-
	Von Eije, Magginson (2006)	-
	Zameer, Rasool, Iqbal, Arshad (2013) *	-

Znak „+“ odnosi se na pozitivnu vezu između dividende i identificirane varijable, dok se znak „-“ odnosi na negativnu vezu između dividende i identificirane varijable.

Znak „\*“ uz ime autora istraživanja znači da su u uzorak uključene financijske institucije.

Izvor: izrada autora na temelju prethodno spomenutih empirijskih istraživanja o determinantama isplate dividendi.

## 4. EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE ZA HRVATSKI BANKARSKI SEKTOR

### 4.1. Trendovi u financijskim rezultatima poslovanja i dividendama hrvatskih banaka

Nakon dviju bankarskih kriza, privatizacije i ostalih problema s kojima su se suočile banke u Hrvatskoj 1990-ih, a zahvaljujući razvitku gospodarstva, zakonodavnim promjenama i pozitivnim utjecajem iz inozemstva, banke su od 2000. do 2008. godine uglavnom zabilježile izvrsne poslovne rezultate i snažan kreditni rast (Čeh et al., 2011, str. 10-12). Primjerice 2007. godine aktiva banaka porasla je za 13% u odnosu na prethodnu godinu. Najznačajniji je bio rast kredita stanovništvu i iznosio je čak 18,1%. U cijelom periodu prije 2008. godine banke su najviše kreditirale stanovništvo i jedinice državne uprave, a takvi plasmani se smatraju najmanje rizičnima. Dionički kapital je rastao po stabilnim stopama, 2007. godine je porastao 38,1% u odnosu na godinu prije. Dobit poslije oporezivanja je 2007. ostvarilo 30 od ukupno 33 banke i ona je bila veća za 19,8% u odnosu na dobit ostvarenu 2006. godine. Dva temeljna pokazatelja profitabilnosti banaka su ROAA i ROAE. Pokazatelj **ROAA** (profitabilnost prosječne imovine - engl. Return on Average Assets) izračunava se kao omjer neto dobiti i prosječne ukupne imovine. Pokazuje koliko uprava banke ostvaruje lipa neto dobiti na jednu kunu aktive (ili koliko kuna na sto kuna aktive). Pokazatelj **ROAE** (profitabilnost prosječnog kapitala - engl. Return on Average Equity) izračunava se kao omjer neto dobiti i prosječnog dioničarskog kapitala. Ova mjera vlasnicima banke govori o tome koliku je dobit menadžment banke ostvario po kuni njihova udjela u kapitalu banke. ROAA je 2007. godine iznosio 1,6%, a ROAE je iznosio 10,9% (Bilten o bankama br. 16, 2008, str. 16-25). Slični financijski rezultati su ostvareni i u ostatku pretkriznog razdoblja. Likvidnost je bila velika najviše zahvaljujući rastu depozita i nije bilo većih oscilacija u kamatnim stopama.

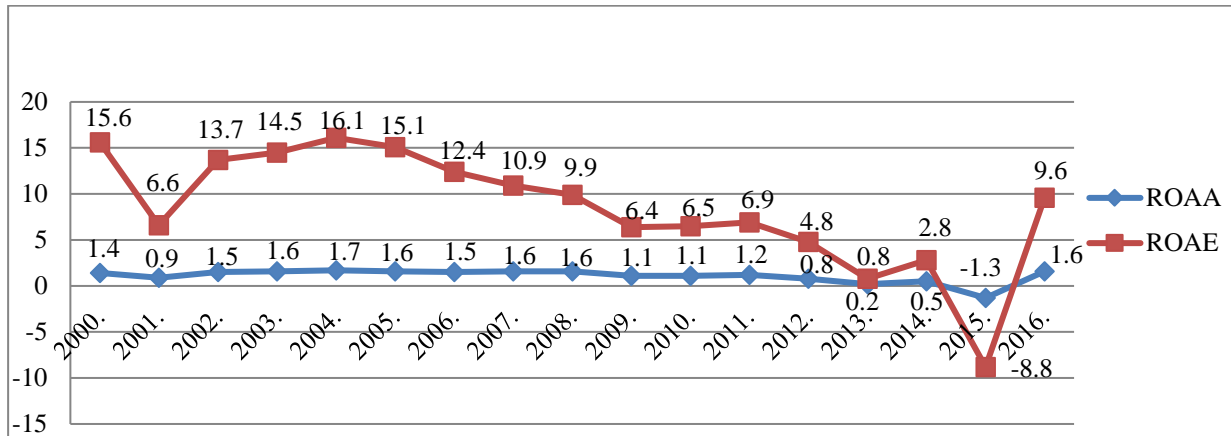
U trećem tromjesečju 2008. godine nastupa svjetska financijska kriza koja značajno utječe na poslovanje banaka u Hrvatskoj. Dolazi do pada priljeva kapitala i smanjenja kreditnog potencijala bankovnog sustava. Nastaje fenomen kreditnog loma zbog neravnoteže između ponude i potražnje za kreditima. Potražnja za kreditima je rasla zbog nemogućnosti financiranja na inozemnim tržištima kapitala i velike averzije prema riziku, dok su banke pooštrile uvjete kreditiranja zbog povećanog rizika nevraćanja kredita (Čeh et al., 2011, str. 12-14). Navedeno je u konačnici rezultiralo padom kreditne aktivnosti i gotovo svi financijski pokazatelji su pogoršani. Tako su u 2009. godini krediti stanovništvu pali za 4%, dok su isti u pretkriznom razdoblju najviše pridonosili ukupnom rastu kredita banaka (Bilten o bankama

br. 20, 2010, str. 10-15). Dobit je smanjena za 26,5% u odnosu na 2008. godinu i to je bio najznačajniji pad dobiti od 2001. kada je ista pala zbog gubitaka u Riječkoj banci. Na pad dobiti je najviše utjecao porast troškova rezerviranja, pad neto kamatnog prihoda zbog manje danih kredita i porast administrativnih troškova (Bilten o bankama br. 20, 2010, str. 18-19). Rast depozita je bio veći od rasta kredita što se negativno odrazilo na profitabilnost banaka, ali je pozitivno utjecalo na njihovu likvidnost. Svim bankama je 2008. godine pala profitabilnost mjerena pokazateljem ROAA i to ukupno 0,5 postotnih bodova u odnosu na godinu prije i iznosio je 1,1%. Pao je i prinos na prosječni kapital banaka ROAE za 3,5 postotnih bodova i iznosio je 6,4%.

Razdoblje od 2010. do 2016. obilježava stagnacija banka u Hrvatskoj. Nastavlja se slaba potražnja za kreditima i visoka razina likvidnosti koja je bankama omogućila razduživanje prema većinskim stranim vlasnicima (Bilten o bankama br. 29, 2016, str. 16-17). U ovom razdoblju je također zabilježen rast djelomično naplativih i nenaplativih potraživanja koji je zaustavljen tek 2015. godine kada udio ovih rizičnih plasmana u ukupnim plasmanima pada na 16,7% sa 17,1% u 2014. godini. Pritom su najveće poteškoće zabilježene kod kreditiranja trgovačkih društava (Bilten o bankama br. 29, 2016, str. 1-2). Ipak, banke su zahvaljujući uštedama na kamatnim troškovima poslovale uglavnom s dobiti sve do 2015. godine kada je čak 15 banaka poslovalo s gubitkom zbog troškova povezanih s kreditima u švicarskom franku. Profitabilnost je bila stabilna na početku razdoblja, ali 2013. godine počinje njen značajniji pad zbog izmjene propisa o rizičnim plasmanima kao i smanjenja kamatnog prihoda (Bilten o bankama br. 27, 2014, str. 17-18). Na kraju 2015. su osnovni pokazatelji profitabilnosti banaka poprimili negativne vrijednosti, pa je tako profitabilnost prosječne imovine (ROAA) iznosila -1,3%, a profitabilnost prosječnoga kapitala (ROAE) -8,8% (Bilten o bankama br. 29, 2016, str. 21). To je prvi put od 1998. godine da su banke imale negativne pokazatelje profitabilnosti. Nakon gubitaka u 2015., prouzročenih troškovima konverzije kredita, profitabilnost banaka u 2016. oporavila se pa su ROAA i ROAE dosegli najviše vrijednosti zabilježene od 2008. – iznosili su 1,6% odnosno 9,6% (Bilten o bankama br. 30, 2017, str. 1-3). Isto tako povećala se kvaliteta kredita i udio rizičnih plasmana se smanjio, a kreditna aktivnost je i dalje ostala prigušena.

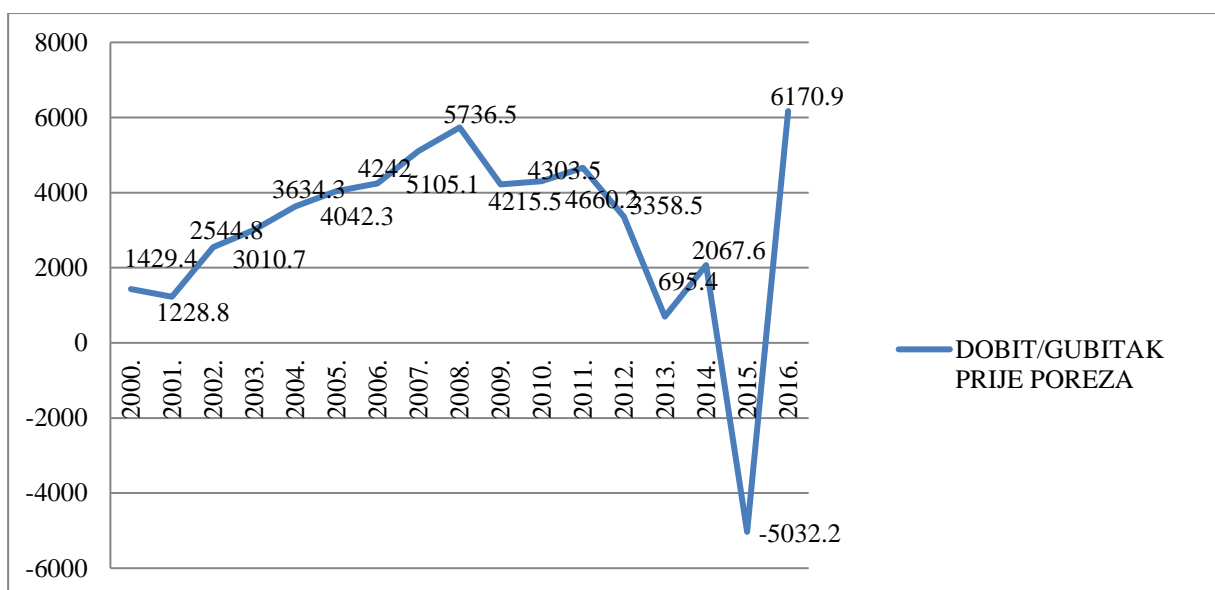
Na grafu 3 su prikazana dva temeljna pokazatelja profitabilnosti za banke u Hrvatskoj za razdoblje od 2000. do 2016. godine. U Hrvatskoj se ROAA banaka od 2000. do 2016. godine kretala u rasponu od 1,7 koliko je iznosila 2004. godine do -1,3 koliko je iznosila 2015. godine. Najviši ROAE banke u Hrvatskoj su imale 2000. godine kada je iznosio 15,6, a

najniža razina ovog pokazatelja je bila 2015. godine kada je iznosio -8,8. U pretkriznom razdoblju većina banaka je povremeno isplaćivala dividendu. Dolaskom financijske krize isplate dividendi su se značajno smanjile, dok se u razdoblju nakon krize primjećuje blago povećanje broja banaka koje isplaćuju dividendu.



**Graf 2: Pokazatelji profitabilnosti banaka u Hrvatskoj 2000.-2016.**

Izvor: Izrada autora prema Biltenu o bankama br. 1-30



**Graf 3: Dobit / gubitak banaka u Hrvatskoj prije oporezivanja 2000.-2016. (mil.)**

Izvor: Izrada autora prema Biltenu o bankama br. 1-30



## 4.2 Podaci i metodologija

U prethodnom poglavlju ovog rada u kojem je dan detaljan pregled empirijskih istraživanja o determinantama raspolaganja s dobiti korporacija za nefinancijske institucije i za banke, utvrđeno je da kada su banke u pitanju, nema mnogo empirijskih istraživanja. U Tablici 3 u kojoj je iznesen pregled obilježja i zaključaka izabranih empirijskih istraživanja o determinantama dividendi moguće je uočiti da je najčešće korištena metodologija u navedenim radovima bila regresijska analiza. No, regresijska analiza može obuhvaćati ili samo vremensku (*eng. timeseries*) ili samo prostornu (*eng. crosssectional*) komponentu, a u posljednje vrijeme sve je učestalija primjena panel analize umjesto regresijske analize zbog brojnih prednosti koje su karakteristične za panel podatke. Škrabić Perić (2015) objašnjava da su procjene koje su rezultat panel analize preciznije zato što se zavisna varijabla mijenja po jedinicama promatranja i po vremenu i zato što panel podaci sadrže veći broj podataka nego pripadajući prostorni podaci ili pripadajući vremenski nizovi. Nadalje, ista autorica navodi da se prednosti panel analize očituju i u tome da panel podaci umanjuju pristranost parametara koja se pojavljuje zbog nedostatka podataka, omogućavaju definiranje i testiranje kompliciranijih ekonometrijskih modela, umanjuju problem multikolinearnosti, iskazuju manju osjetljivost na tzv. outliere (vrijednosti koje odskaču od ostatka), omogućavaju mjerenje različitosti unutar jedinica promatranja, a istraživanja na mikro podacima (poduzećima, kućanstvima ili npr. bankama) su točnije mjerena nego iste varijable na makro razini (agregirani pokazatelji na razini države). U zadnjih nekoliko godina sve više istraživanja o determinantama u bankarskom sektoru također koriste panel analizu kao odabranu metodologiju, a primjeri takvih istraživanja Maladjian i El Khoury (2014) za sektor libanonskih banaka te Marfo-Yiadom i KwakuAgyei (2011) za banke u Gani.

Nakon što je zaključeno kako je panel analiza najprikladnija metoda za empirijsko testiranje hipoteza potrebno je definirati primjerni oblik panel analize koji će se koristiti. U literaturi postoji više oblika panel analize koji se mogu svrstati u dvije kategorije, na statičke ili dinamičke panel modele. Kriteriji prema kojima se odabire odgovarajući panel model mogu biti: karakteristike uzorka, dinamika zavisne varijable, pretpostavke o mogućem problemu endogenosti, rezultati dijagnostičkih testova ukoliko ih je moguće provesti te asimptotska svojstva procjenitelja. S obzirom na dinamiku zavisne varijable izvodi se zaključak kako je potrebno provesti dinamičku panel analizu. Naime, u pravilu, ekonomske relacije su većinom dinamičke prirode, tj. sadašnja vrijednost neke varijable ovisi o prethodnim vrijednostima te

varijable. Poznato je da isplata dividendi pojedine banke u tekućoj godini ovisi o poslovanju banke u prethodnoj godini pa se stoga odabire dinamička panel analiza. Općeniti, početni oblik dinamičkog panel modela se može izraziti na sljedeći način:

$$y_{it} = \mu + \gamma y_{i,t-1} + \beta_1 x_{it1} + \beta_2 x_{it2} + \dots + \beta_K x_{itK} + \alpha_i + \varepsilon_{it}; \quad i = 1, 2, \dots, N, \quad t = 1, 2, \dots, T, \quad (1)$$

pri čemu se  $\varepsilon_{it}$  odnosi na greške relacije za koje se podrazumijeva da su nezavisno i identično distribuirane slučajne varijable sa sredinom 0 i varijancom  $\sigma_\varepsilon^2$ . Nadalje, promatrajući kriterije vezane za karakteristike uzorka (veći broj jedinica promatranja od broja godina) te asimptotska svojstva procjenitelja (konkretno, efikasnost procjenitelja), koristit će se Blundell i Bondov (1998) procjenitelj za dinamičke panel modele. Škrabić Perić (2015) ističe kako su Blundell i ideju svog procjenitelja prvotno prikazali na autoregresijskom modelu prvog reda bez nezavisnih varijabli koji se izražava narednom jednačbom:

$$y_{it} = \gamma y_{i,t-1} + \alpha_i + v_{it}, \quad i = 1, 2, \dots, N, \quad t = 1, 2, \dots, T, \quad (2)$$

gdje su  $\alpha_i$  i  $v_{it}$  nezavisno i identično distribuirane slučajne varijable.

Potom se jednačba (2) diferencira te se dolazi do naredne jednačbe:

$$y_{it} - y_{i,t-1} = \gamma(y_{i,t-1} - y_{i,t-2}) + v_{it} - v_{i,t-1} \quad i = 1, 2, \dots, N, \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (3)$$

Kod sustava procjenitelja se istodobno procjenjuju jednačba u prvim diferencijama (2) i jednačba u razinama (3).

U nastavku su prezentirane odabrane banke koje su ušle u uzorak. Potrebno je napomenuti kako je u panel analizi potrebno zadovoljiti uvjet homogenosti podataka što znači da odabrane jedinice u uzorku moraju imati slična, zajednička svojstva. Dakle, potrebno je da podaci u panel analizi budu homogeni zato što u suprotnom rezultati analize neće biti relevantni (u takvim slučajevima se najčešće niti jedna varijabla ne pokaže statistički značajnom). U ovom radu uzorak čine banke iz bankarskog sektora Hrvatske. Sve banke koje posluju u Hrvatskoj podliježu Zakonu o kreditnim institucijama te im je stoga svima zajednički regulatorni okvir. Od 1990. godine, slično kao i u drugim zemljama jugoistočne Europe, banke u Hrvatskoj su prošle proces političke i ekonomske tranzicije. Stoga imaju zajedničke karakteristike koje se ogledaju u ulasku stranog kapitala u bankarski sustav, rastu domaćih zajmova (osobito u sektoru kućanstava), većoj izloženosti valutnom riziku, povećanju profitabilnosti, kreditnoj ekspanziji, poboljšanju regulatornog okvira te implementaciji računovodstvenih standarda (Živko i Kandžija, 2013). Prethodno navedene zajedničke karakteristike hrvatskih banaka

opravdavaju homogenost uzorka. Nažalost, zbog nedostupnosti podataka za pojedine banke, nije bilo moguće obuhvatiti sve banke koje posluju na području Hrvatske pa je stoga u finalni uzorak uključeno 17 banaka prikazanih u Tablici 5. Prikupljeni podaci su nebalansirani jer za određene banke nisu bili dostupni za izračun potrebnih pokazatelja. Važno je napomenuti da odabranih 17 banaka čine reprezentativan uzorak jer udio njihove aktive u ukupnoj aktivni svih banke Hrvatske u svim godinama prelazi preko 91%.

**Tablica 5: Popis banaka koje čine uzorak istraživanja**

Br.	Banka
1	Addiko Bank d.d.
2	Banka Kovanica d.d.
3	Banka splitsko – dalmatinska d.d.
4	Erste&Steiermärkische Bank d.d.
5	Hrvatska poštanska banka d.d.
6	Istarska kreditna banka Umag d.d.
7	Karlovačka banka d.d.
8	Kentbank d.d.
9	Kreditna banka Zagreb d.d.
10	Nava banka d.d.
11	OTP banka hrvatska d.d.
12	Podravska banka d.d.
13	Privredna banka Zagreb d.d.
14	Raiffeisenbank Austria d.d.
15	Slatinska banka d.d.
16	Splitska banka d.d.
17	Zagrebačka banka d.d.

Izvor: Izrada autora

**Tablica 6: Udio aktive banaka u uzorku u ukupnoj aktivni svih banaka Hrvatske**

Godina	Udio u ukupnoj aktivni (%)
2010.	91,47
2011.	91,35
2012.	91,69
2013.	91,55
2014.	91,73
2015.	91,74
2016.	92,25

Izvor: Izračun autora

Obuhvatom banaka koje čine uzorak istraživanja, definirana je prostorna komponenta. S druge strane, vremensko razdoblje u kojem se analizira utjecaj ključnih determinanti na visinu dividendi banaka u Hrvatskoj jest od 2010. do 2016. Kao početna godina odabrana je 2010. zbog toga što je njoj prethodila financijska kriza i upravo 2010. najveći broj autora uzima kao prvu godinu oporavka nakon financijske krize. Naime, brojna su istraživanja u kojima je

navedeno kako je financijska kriza trajala od 2007. do 2009. godine (Acharya et al., 2009; Adrian i Shin, 2010). U Hrvatskoj, financijska kriza je kriza bitno usporila gospodarsku aktivnost, međunarodnu razmjenu rast financijskih agregata. Također, kako navode Krivačić et al. (2012) financijska kriza je zbog negativnog utjecaja na cjelokupno gospodarstvo, utjecala i na usporavanje poslovanja banaka te na smanjenje njihove dobiti. Smanjivanje dobiti znači i negativno odražavanje na isplatu dividendi. Budući da je financijskoj kriza bila vanjski šok koji se teško mogao predvidjeti i spriječiti, ali je imao negativan utjecaj na poslovanje banaka, u analizu se neće uzeti godine koje se odnose na financijsku krizu (2007. – 2009.).

U nastavku je prikazana tablica sa svim potrebnim varijablama za formiranje dinamičkog panel modela kojim će se testirati hipoteze te pripadajućim indikatorom, skraćenim nazivom, teorijskim predznakom te izvorom podataka.

**Tablica 7: Prikaz odabranih varijabli u modelu**

Varijabla	Indikator	Skraćeni naziv	Teorijski predznak	Izvor podataka
<b>Dividenda po dionici</b>	Iznos dividende po dionici u kunama (HRK)	<b>DPS</b>	/	Financijska izvješća banaka
<b>Veličina banke</b>	Udio aktive pojedine banke u ukupnoj aktivi svih banaka (%)	<b>SIZE</b>	+	HNB
<b>Profitabilnost</b>	Povrat na imovinu – stopa profitabilnosti (%)	<b>ROA</b>	+	HNB
<b>Investicijske mogućnosti</b>	Rast imovine u odnosu na prethodnu godinu (%)	<b>INV</b>	-	HNB
<b>Životni ciklus banke</b>	Omjer zadržanih zarada i imovine banke (%)	<b>LIFE</b>	+	HNB
<b>Financijska poluga</b>	Omjer primljenih depozita i imovine banke (%)	<b>LEVE</b>	-	HNB

Izvor: Izrada autora

Zavisna varijabla je dividenda po dionici u kunama, a podaci su preuzeti su prikupljeni iz financijskih izvješća banaka. U istraživanjima (Gillet al., 2010; Marfo-Yiadom i KwakuAgyei, 2011) se vrlo često kao aproksimator isplate dividendi koristi omjer dividende po dionici (eng. dividend per share – DPS) i zarade po dionici (eng. earning per share – EPS). U ovom istraživanju ga nije bilo moguće koristiti jer za najveći broj hrvatskih banaka nisu dostupni podaci za EPS. S druge strane, alternativa je koristiti kao indikator dividendu po dionici jer se taj pokazatelj za visinu isplata dividendi koristi učestalo u brojnim istraživanjima (Al-Twajry, 2007; Imran, 2011). Iz tog razloga, za potrebe istraživanja ovoga rada, kao indikator zavisne varijable kojom se aproksimira visina isplate dividendi koristi se DPS. Što se tiče

proxy varijabli za nezavisne varijable, koriste se indikatori uvriježeni u dosadašnjoj literaturi. Veličina banke se najčešće aproksimira prirodnim logaritmom veličine ukupne imovine pojedine banke (Ćurak et al., 2011, Petria et al., 2015). U ovom radu za veličinu banke koristi se relativni pokazatelj, tj. udio aktive pojedine banke u ukupnoj aktivi svih hrvatskih banaka (Pejić Bach et al., 2009). Za profitabilnost banke kao indikator je korištena stopa profitabilnosti povrata na imovinu koja se izračunava kao omjer neto dobiti i ukupne imovine (Ćurak et al., 2011; Kundid et al., 2011, Petria et al., 2015). Investicijske mogućnosti aproksimirane su rastom imovine u tekućoj godini u odnosu na prethodnu godinu, a životni ciklus banke je izražen pomoću omjera zadržanih zarada i imovine banke po uzoru na istraživanja De Angelo et al. (2006) te Denis i Osobov (2008). U konačnici, financijska poluga predstavlja omjer primljenih depozita i imovine (Kundid et al., 2011; Rozga i Kundid, 2013). Očekivani predznaci utemeljeni su na detaljnoj analizi dosadašnje empirijske literature koja je detaljno objašnjenja u prethodnom poglavlju (3.2.) ovog rada. Svi podaci za direktno korištenje nezavisnih varijabli ili indirektni izračun prikupljeni su iz više Biltena o bankama Hrvatske narodne banke (HNB, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017) te po potrebi nadopunjavani podacima iz financijskih izvještaja pojedinih banaka. U nastavku se prezentira izračun deskriptivne statistike za zavisnu i sve nezavisne varijable.

**Tablica 8: Deskriptivna statistika**

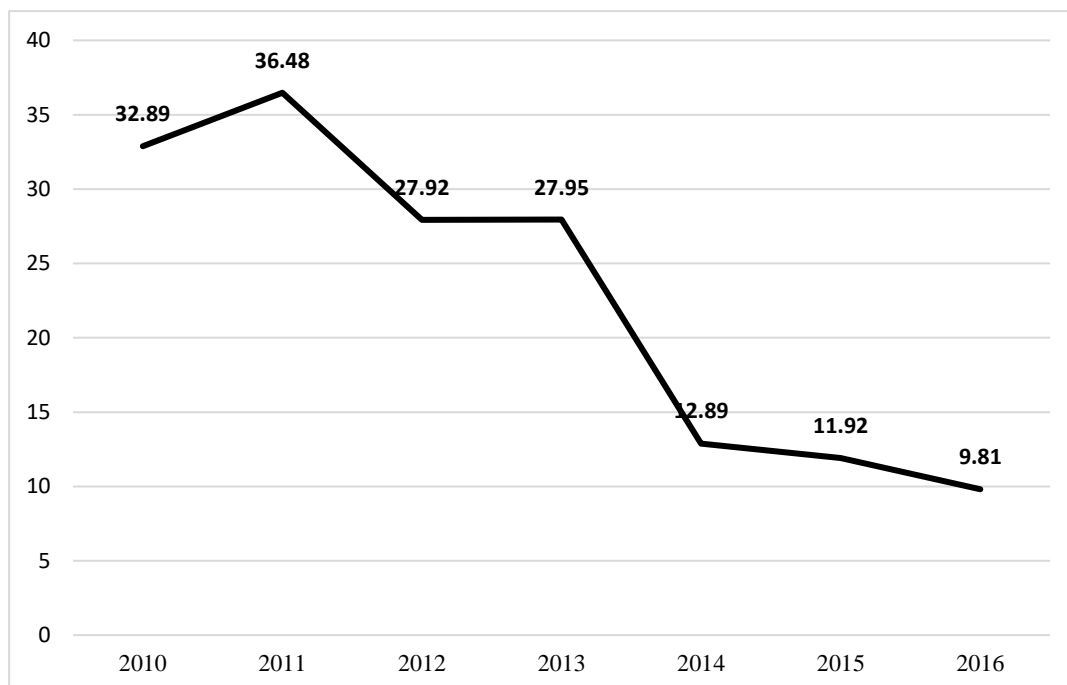
Varijabla	Arit. sred.	Stand. dev.	Min	Max	i	N
<i>DPS</i>	22,97403	50,27297	0,00000	247,00000	17	114
<i>SIZE</i>	5,48529	7,22592	0,03000	26,51000	17	117
<i>ROA</i>	-0,77958	3,72618	-23,77860	2,63007	17	117
<i>INV</i>	3,21129	12,14190	-34,23558	57,16815	17	117
<i>LIFE</i>	-0,38026	10,58169	-80,36327	13,23242	17	117
<i>LEVE</i>	74,64339	11,89839	12,68663	88,23518	17	117

Izvor: Izračun autora

Prikazani su osnovni pokazatelji deskriptivne statistike: aritmetička sredina, standardna devijacija, minimalna i maksimalna vrijednost te broj jedinica promatranja i ukupni broj opažanja. Prosječna vrijednost isplaćene dividende po dionici u uzorku jest 22,97 kuna, dok je prosječno odstupanje od prosjeka 50,27 kuna. Minimalna vrijednost je 0 kuna, tj. postoje slučajevi kada dividenda nije bila isplaćena, dok je maksimum isplaćene dividende po dionici 247 kuna. Prosječni udio aktive pojedine banke u uzorku u cjelokupnoj aktivi hrvatskih banaka 5,48%, dok je standardna devijacija u ovom slučaju 7,22 postotnih poena. Minimalni udio neke banke uzorka u ukupnoj aktivi jest 0,03%, a maksimalni 26,51%. Aritmetička sredina povrata na imovinu iznosi 0,78%, a prosječno odstupanje od prosjeka 3,73 postotna

poena. Minimalna vrijednost stope povrata na imovinu koju je imala određena banka u uzorku je -23,78% dok je maksimum u ovom slučaju 2,63%. Što se tiče investicijskih mogućnosti, tj. prosječne stope rasta imovine, ona iznosi 3,21%, dok je standardna devijacija 12,14 postotnih poena. Najmanji iznos stope rasta imovine u uzorku jest -34,23%, a najveći iznosi 57,16%. Prosjek promatranog uzorka za životni ciklus banke iznosi -0,38%, dok je prosječno odstupanje od prosjeka 10,58 postotnih poena. Minimalna vrijednost omjera zadržanih zarada i imovine jest -80,36%, a maksimalna 13,23%. U konačnici, financijska poluga jest omjer primljenih depozita i imovine. Prosječna vrijednost je 74,64%, a prosječno odstupanje 11,89 postotnih poena. Najmanja vrijednost financijske poluge je 12,68%, a najveća 88,23%.

Za svaku varijablu je promatrano 17 jedinica promatranja (banaka), dok je broj opažanja za sve varijable 117 osim za dividendu po dionici za koju iznosi 114. Graf 4 prikazuje prosječno kretanje zavisne varijable po godinama. Uočljiv je trend pada prosječne vrijednosti dividende po dionici od 2010. do 2016. godine. Nakon što je 2010. prosječna isplata dividende po dionici za banke u uzorku iznosila 32,89 kuna u 2011. je dosegla maksimum od 36,48 te nakon toga krenula padati da bi najnižu vrijednost bila upravo u zadnjoj promatranoj godini, 2016. kada je bila 9,81 kunu.



**Graf 4: Prosječno kretanje zavisne varijable po godinama**

Izvor: Izračun studenta

### 4.3. Empirijsko istraživanje: formiranje i testiranje ekonomskog modela determinanti utjecaja na visinu dividendi po dionici

Nakon što su prezentirani podaci i odabrana metodologija, moguće je pristupi formiranju dinamičkog panel modela s visinom isplaćene dividende po dionici kao zavisnom varijablom.

$$DPS_{it} = \mu + \gamma DPS_{i,t-1} + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 INV_{it} + \beta_4 LIFE_{it} + \beta_5 LEVE_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$i = 1,2,3 \dots 15,16,17; t = 2010,2011 \dots 2015,2016$$

Pri čemu:

- $\mu$  je konstantni član koji je jednak za sve jedinice promatranja;
- $\gamma, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$  su parametri koje treba procijeniti;
- $DPS_{it}$  predstavlja iznos dividende po dionici za banku i u razdoblju  $t$ ;
- $SIZE_{it}$  je postotni udio aktivne pojedine banke u ukupnoj aktivni svih hrvatskih banakaza banku i u razdoblju  $t$ ;
- $ROA_{it}$  je stopa profitabilnosti povrata na imovinu (%) za banku i u razdoblju  $t$ ;
- $INV_{it}$  predstavljaju investicijske mogućnosti banke izražene kroz stopu rasta imovine (%) za banku i u razdoblju  $t$ ;
- $LIFE_{it}$  je životni ciklus banke izražen kao omjer zadržanih zarada i imovine banke (%) za banku i u razdoblju  $t$ ;
- $LEVE_{it}$  je financijska poluga izražena kao omjer primljenih depozita i imovine banke(%) za banku i u razdoblju  $t$ ;
- $\alpha_i$  je slučajni efekt za banku i;
- $\varepsilon_{it}$  je greška relacije za banku i u razdoblju  $t$ .

Prije procjene modela potrebno je utvrditi postoji li problem multikolinearnosti između nezavisnih varijabli. Škrabić Perić (2015) navodi kako prema dosadašnjim saznanjima otkrivanje multikolinearnosti za panel podatke ne postoji pa se stoga za uočavanje potencijalnog problema multikolinearnosti u empirijskim istraživanjima s panel podacima primjenjuje korelacijska matrica u kojoj se nalaze koeficijenti korelacije između svih parova nezavisnih varijabli. Korelacijska matrica se koristi sukladno preporuci Baltagija (2008). U nastavku je prezentirana korelacijska matrica istraživanja ovog rada.

**Tablica 9: Korelacijska matrica**

Varijabla	<i>DPS</i>	<i>SIZE</i>	<i>ROA</i>	<i>INV</i>	<i>LIFE</i>	<i>LEVE</i>
<i>DPS</i>	1,0000					
<i>SIZE</i>	0,1388	1,0000				
<i>ROA</i>	0,1394	0,4690*	1,0000			
<i>INV</i>	-0,1669	-0,1336	0,3767*	1,0000		
<i>IFE</i>	0,1083	0,4964*	0,4947*	0,2386*	1,0000	
<i>LEVE</i>	-0,0287	-0,2163*	0,2423*	0,3470*	0,3272*	1,0000

\*statistička značajnost na razini od 5%.

Izvor: Izračun autora

Iz Tablice 9, u kojoj se nalaze Pearsonovi koeficijenti korelacije između parova varijabli, moguće je uočiti da niti jedan Pearsonov koeficijent korelacije ne prelazi kritične vrijednosti od 0,5 te pogotovo ne 0,8. Naime, neki autori poput Gujaratija i Portera (2008) smatraju da ozbiljan problem multikolinearnosti postoji jedino ako neki od Pearsonovih koeficijenata korelacije prelaze vrijednost od 0,8. S druge strane, Škrabić Perić (2015) navodi da ukoliko neki od koeficijenata korelacije prelazi vrijednost 0,5 navedene varijable treba promatrati s oprezom u modelu. Budući da niti jedan od koeficijenata korelacije iz Tablice 9 ne prelazi niti vrijednost 0,5 donosi se zaključak da problem multikolinearnosti između nezavisnih varijabli ne postoji te je moguće nastaviti dalje s analizom.

**Tablica 10: Rezultati panel analize (Blundell-Bond procjenitelj)**

Varijabla	Koeficijenti
<i>LI.DPS</i>	0,6681051*** (0,026423)
<i>SIZE</i>	1,716173** (0,7184531)
<i>ROA</i>	1,668496*** (0,1538987)
<i>INV</i>	-0,5838102*** (0,135762)
<i>LIFE</i>	0,287483** (0,1132072)
<i>LEVE</i>	-0,2270572*** (0,0600714)
<i>_cons</i>	12,84053* (6,931525)
<i>Broj opažanja</i>	95
<i>Broj banaka</i>	17
<i>Broj instrumenata</i>	16
<i>Sarganov test (p-vrijednost)</i>	0,3357
<i>m1 (p-vrijednost)</i>	0,1671
<i>m2 (p-vrijednost)</i>	0,3210
Napomene: * p< 0,1, ** p< 0,05, *** p< 0,01	
Standardne greške u zagradama	

Izvor: Izračun autora



U konačnici, provedena je procjena modela determinanti utjecaja na visinu dividendi po dionici pomoću Blundell i Bondovog (1998) procjenitelja u dva koraka<sup>1</sup>, rezultati se nalaze u Tablici 10. Testiranje je provedeno u statističkom softveru Stata.

#### **4.4. Analiza rezultata i osvrt na istraživačke hipoteze**

Prije pristupanja interpretaciji rezultata, potrebno je analizirati rezultate dijagnostičkih testova. Uobičajeni dijagnostički testovi u dinamičkoj panel analizi su Sarganov test te testovi autokorelacije prvog i drugog reda. Sarganov test služi za utvrđivanje postojanja problema endogenosti u modelu te se nultom hipotezom pretpostavlja kako instrumenti nisu korelirani s rezidualima. U ovom istraživanju p-vrijednost Sarganovog testa iznosi 0,3357 što je veće od kritične vrijednosti 0,05 pa se na temelju empirijske signifikantnosti zaključuje da se nulta hipoteza Sarganovog testa ne odbacuje. Drugim riječima, ne postoji problem multikolinearnosti i odabrani instrumenti su valjani. Ipak, kako bi se rezultati Sarganovog testa uzeli s potpunom sigurnošću, tj. da ne budu pristrani, važno je da broj instrumenata nije veći od broja jedinica promatranja (banaka). Budući da je broj instrumenata 16 manji od broja banaka rezultati Sarganovog testa se prihvaćaju kao valjani te se analiza nastavlja testovima autokorelacije.

Kod analize testova autokorelacije važni su samo zaključci testa  $m_2$  kojim se testira postojanje autokorelacije drugog reda diferenciranih rezultata. Test  $m_1$  nije relevantan zato što nepostojanje autokorelacije drugog reda diferenciranih rezultata znači nepostojanje autokorelacije prvog reda kod reziduala u razinama. Nulta hipoteza  $m_2$  testa ima za pretpostavku kako ne postoji problem autokorelacije. Budući da u ovom istraživanju p-vrijednost  $m_2$  testa ima vrijednost 0,3210 što je veće od kritične vrijednosti od 0,05 donosi se zaključak o da se nulta hipoteza  $m_2$  testa ne odbacuje, tj. drugim riječima ne postoji problem autokorelacije. Kako ne postoje problemi endogenosti i autokorelacije u modelu rezultati dijagnostičkih testova su zadovoljeni te je dalje moguće nastaviti s interpretacijom rezultata modela.

Koeficijent uz zavisnu varijablu je pozitivan i statistički značajan na razini signifikantnosti od 1% čime je potvrđeno da visina isplate dividendi po dionici u tekućem razdoblju ovisi o visine isplate dividendi u prethodnom razdoblju. Navedeno opravdava korištenje dinamičkog

---

<sup>1</sup> Postoji Blundell i Bondov (1998) procjenitelj u jedan i u dva koraka. U ovom radu koristi se procjenitelj u dva koraka zato što je robustan na heteroskedastičnost i efikasniji je u odnosu na procjenitelja u jednom koraku (Škrabić Perić, 2015).

panel modela. Što se tiče nezavisnih varijabli, koeficijenti uz nezavisne varijable su statistički značajni, barem na razini signifikantnosti od 5% te su njihovi predznaci u skladu s teorijskim pretpostavkama. Veličina banke (SIZE) pozitivno utječe na isplatu dividendi po dionici, a ako se udio aktive pojedine banke u ukupnoj aktivni hrvatskih banaka poveća za 1 postotni poen, dividenda po dionici će u prosjeku porasti za 1,72 kune, *ceteris paribus*. Nadalje, stopa povrata na imovinu (ROA) je pozitivna i statistički značajna na razini od 1%. Koeficijent uz stopu profitabilnosti povrata na imovnu iznosi 1,67 što znači da ukoliko stopa profitabilnosti povrata na imovinu naraste za 1 postotni poen, isplata dividendi po dionici će u prosjeku za banke u uzorku narasti za 1,67 kuna, *ceteris paribus*. Investicijske mogućnosti očekivano imaju negativan predznak te su statistički značajne na razini od 1%. Aproximirane su rastom imovine banke na godišnjoj razini (INV), a koeficijent uz ovu varijablu znači da ako imovina banke poraste na godišnjoj razini za 1 postotni poen, u prosjeku će se isplata dividendi po dionici smanjiti za 58 lipa, *ceteris paribus*. Nadalje, životni ciklus banke također ima statistički značajan utjecaj (na razini signifikantnosti od 5%) na visinu isplate dividendi. Ukoliko se omjer zadržanih zarada u ukupnoj imovini banke poveća za 1 postotni poen to će rezultirati porastom isplate dividende po dionici u prosjeku za 29 lipa, *ceteris paribus*. U konačnici, financijska poluga ima statistički značajan i negativan utjecaj (na razini signifikantnosti od 1%). Dakle, ako udio primljenih depozita u ukupnoj imovini naraste za 1 postotni poen, dolazi do prosječnog smanjenja isplate dividendi po dionici za 23 lipe, *ceteris paribus*.

**Tablica 11: Donošenje zaključka o hipotezama**

HIPOTEZA	ZAKLJUČAK
<b>H<sub>1</sub>: Ključne determinante visine dividendi banaka u Hrvatskoj su veličina banke, profitabilnost banke, investicijske mogućnosti banke, životna faza banke i zaduženost banke.</b>	<input checked="" type="checkbox"/>
<b>H<sub>1.1</sub>: Veći iznos dividendi je vjerojatniji što je banka veća.</b>	<input checked="" type="checkbox"/>
<b>H<sub>1.2</sub>: Veći iznos dividendi su vjerojatniji što je veća profitabilnost banke.</b>	<input checked="" type="checkbox"/>
<b>H<sub>1.3</sub>: Veći iznos dividendi je manje vjerojatan što su investicijske mogućnosti banke veće.</b>	<input checked="" type="checkbox"/>
<b>H<sub>1.4</sub>: Veći iznos dividendi je vjerojatniji ako je banka u zrelijoj fazi životnog ciklusa.</b>	<input checked="" type="checkbox"/>
<b>H<sub>1.5</sub>: Veći iznos dividendi je manje vjerojatan što je financijska poluga banke veća.</b>	<input checked="" type="checkbox"/>

Izvor: izrada autora

Nakon što su interpretirani i analizirani rezultati empirijskog istraživanja, u narednom koraku moguće je pristupiti donošenju zaključka o prihvaćanju ili odbacivanju pomoćnih i glave istraživačke hipoteze ovoga rada.

Budući da su sve istraživačke pomoćne hipoteze potvrđene onako kako su pretpostavljene, u potpunosti se prihvaća glavna istraživačka hipoteza H1 ovoga rada da su ključne determinante visine dividendi banaka u Hrvatskoj veličina banke, profitabilnost banke, investicijske mogućnosti banke, životna faza banke i zaduženost banke. Zbog jako malog broja banaka u ovoj analizi nije bilo moguće provesti odvojeno ispitivanje isplate ili neisplate dividendi. Ipak, u empirijsko istraživanje su uključene banke koje nisu isplaćivale dividendu i rezultati istraživanja se odnose i na njih. U budućim istraživanjima fokus može biti stavljen samo na isplatu i neisplatu dividendi korištenjem složenijih statističkih metoda.

## 5. ZAKLJUČAK

Zbog velike važnosti bankarskog sektora potrebno je podrobnije analizirati uspješnost banaka u Hrvatskoj i pratiti kako isplaćuju dividende i o čemu ovisi njihova visina. Stoga se u ovom radu istražio mogući utjecaj različitih čimbenika na raspolaganje banaka u Hrvatskoj poslovnim rezultatima, odnosno visinu isplate dividendi.

Provedena su brojna istraživanja o vezi između različitih makroekonomskih determinanti, kao i internih karakteristika kompanija, i isplatama dividendi, ali jako malo istraživanja je usmjereno na dividende banaka zbog specifičnosti bankarskog sektora. Stoga je cilj ovog istraživanja bio analizirati utjecaj identificiranih varijabli na visinu isplaćenih dividendi banaka u Hrvatskoj. Veličina uzorka je 17 banaka, a podaci o indikatorima bankarskog sektora se odnose na razdoblje od 2010. do 2016. godine.

Empirijska analiza je provedena pomoću dinamičke panel analize korištenjem programa STATA. Zavisna varijabla je visina isplaćenih dividendi i aproksimirana je pokazateljem dividende po dionici (DPS). Uočljiv je trend pada prosječne vrijednosti dividende po dionici od 2010. do 2016. godine. 2011. godine je prosječna vrijednost dividende po dionici dosegla maksimum od 36,48 kuna, a najnižu vrijednost je dosegla u 2016. godini kada je iznosila 9,81 kunu. Sve banke koje posluju u Hrvatskoj podliježu Zakonu o kreditnim institucijama te im je stoga svima zajednički regulatorni okvir i zadovoljen je kriterij homogenosti uzorka. Različitim testovima je utvrđeno da ne postoje problemi multikolinearnosti i autokorelacije između nezavisnih varijabli. Analizom se došlo do rezultata koji pokazuju da su sve nezavisne varijable statistički značajne i prihvaćena je glavna hipoteza kao i svih pet pomoćnih hipoteza. Čimbenici koji pozitivno utječu na visinu dividendi banaka u Hrvatskoj su veličina banke, profitabilnost banke i životna faza banke, dok investicijske mogućnosti banke i zaduženost banke negativno utječu na visinu isplaćenih dividendi.

Ograničenje istraživanja je veličina uzorka od 17 banaka s obzirom da za preostale banke nisu bili dostupni podaci potrebni za analizu. Također, potencijalno su zanemarene neke druge varijable koje bi mogle značajno utjecati na visine isplata dividendi. Za analizu su korišteni samo najpopularnije varijable pa se u nekim budućim istraživanjima mogu koristiti ostali potencijalni čimbenici isplate dividendi bankarskih institucija.

## LITERATURA

### Knjige:

1. Baltagi, B. (2008): *Econometric analysis of panel data*, John Wiley& Sons.
2. Gujarati, D. N., Porter, D.C. (2008): *Basic Econometric*, 5th ed. New York: McGraw-Hill/Irwin.
3. Kožul, A. (2012): *Faktori oblikovanja politike dividendi*, Doktorska disertacija, Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet.
4. Miletić, M. (2014): *Politika dividendi kompanija na odabranim tržištima kapitala Srednjoistočne Europe*, doktorski rad, Poslijediplomski sveučilišni studij, Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet.
5. Pavić, I. (2015): *Mikroekonomija: teorija i praksa*, Ekonomski fakultet Sveučilište u Splitu.
6. Rupčić, N. (2016): *Upravljačka ekonomija – teorija i praksa*, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci.
7. Shank, J. K., Govindarajan, V. (1993): *Strategic Cost Management*, The Free Press, New York.
8. Vidučić, Lj., Pepur S., Šimić Šarić, M. (2015): *Financijski menadžment*, IX izdanje, RRiF plus, Zagreb.
9. Zelenika, R. (2000): *Metodologija i tehnologija izrade znanstvenog i stručnog djela*, Četvrto izdanje, Ekonomski fakultet Rijeka, Rijeka.

### Članci:

1. Acharya, V., Philippon, T., Richardson, M., Roubini, N. (2009): *The financial crisis of 2007-2009: Causes and remedies*, *Financial markets, institutions & instruments*, 18 (2), str. 89-137.
2. Adrian, T., Shin, H. S. (2010): *The changing nature of financial intermediation and the financial crisis of 2007–2009.*, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* 439.
3. Al-Kuwari, D. (2009): *Determinants of the Dividend Policy of Companies Listed on Emerging Stock Exchanges: The Case of the Gulf Cooperation Council (GCC) Countries*, *Global Economy & Finance Journal*, 2 (2), str. 38 -63.
4. Al-Malkawi, H. (2008): *Factors Influencing Corporate Dividend Decision: Evidence from Jordanian Panel Data*, *International Journal of Business*, 13 (2), str. 177-195.

5. Al-Twajry, A. A. (2007): Dividend policy and payout ratio: evidence from the Kuala Lumpur stock exchange, *The Journal of Risk Finance*, 8 (4), str. 349-363.
6. Baker, H. K., Veit, E. T., Powell, G. E. (2001): Factors influencing dividend policy decisions of Nasdaq firms, *Financial Review*, 36 (3), str. 19-38.
7. Beabczuk, R. (2004): Explaining Dividend policies in Argentina, document de Trabajo, No. 50., [http://sedici.unlp.edu.ar/bitstream/handle/10915/3530/Documento\\_completo\\_.pdf?sequence=1](http://sedici.unlp.edu.ar/bitstream/handle/10915/3530/Documento_completo_.pdf?sequence=1) , [pristupljeno: 20.05.2017.]
8. Bessler, W., Nohel, T. (1996): The stock-market reaction to dividend cuts and omissions by commercial banks, *Journal of Banking & Finance*, 20 (9), str. 1485-1508.
9. Bilten o bankama, br 1.-30., HNB
10. Blundell, R., Bond, S. (1998): Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models, *Journal of econometrics*, 87 (1), str. 115-143.
11. Bodla, B. S., Pal, K., Sura, J. S. (2007): Examining application of Lintner's dividend model in Indian banking industry, *The ICAI Journal of Bank Management*, 6 (4), str. 40-59.
12. Boldin, R., Leggett, K. (1995): Bank dividend policy as a signal of bank quality, *Financial Services Review*, 4 (1), str. 1-8.
13. Casey, K. M., Dickens, R. N. (2000): The effects of tax and regulatory changes on commercial bank dividend policy, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 40 (2), str. 279-293.
14. Čeh, A. M., Dumičić, M., Krznar, I. (2011): Model neravnoteže na tržištu kredita i razdoblje kreditnog loma, [internet], dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/121354/i-030.pdf/90c0756f-0baf-4cf5-b7ec-1219f51c4be6>, [13.09.2017]
15. Ćurak, M., Poposki, K., Pepur, S. (2012): Profitability determinants of the Macedonian banking sector in changing environment, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 44, str. 406-416.
16. DeAngelo, H., DeAngelo, L., Skinner, D. J. (2000): Special dividends and the evolution of dividend signaling, *Journal of Financial Economics*, 57 (3), str. 309-354.

17. DeAngelo, H., DeAngelo, L., Stulz, R. (2006): Dividend policy and the earned/contributed capitalmix: a test of the life-cycle theory, *Journal of Financial Economics*, 81 (2), str. 227-254.
18. Denis, D, Osobov, I. (2008): Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy, *Journal of Financial Economics*, 89 (1), str. 62-82.
19. Deshmukh, S. (2003): Dividend Initiations and Asymmetric Information: A Hazard Model, *The Financial Review*, 38 (3), str. 351-368.
20. Dickens, R. N., Casey, K. M., Newman, J. A. (2002): Bank dividend policy: explanatory factors, *Quarterly journal of Business and Economics*, str. 3-12.
21. Freeman, R. E. (2001): A stakeholder theory of the modern corporation, *Perspectives in Business Ethics* Sie, 3 (144), str. 38-48.
22. Fama, E.F., French, K.R. (2001): Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or lower Propensity to Pay?, *Journal of Financial Economics*, 60, str. 3-43.
23. Gill, A., Biger, N., Tibrewala, R. (2010): Determinants of dividend payout ratios: evidence from United States, *The Open Business Journal*, 3 (1).
24. Gonan Božac, M. (2002): Planiranje strategijskih ciljeva poduzeća, *Ekonomski pregled*, 53, str. 525-536.
25. Grullon, G., Michaely, R., Benartzi, S., Taler, R. (2005): Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability, *The Journal of Business*, 78 (5), str. 1659-1682.
26. Gupta, M. C., Walker, D. A. (1975): Dividend disbursal practices in commercial banking, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 10 (3), str. 515-529.
27. Holder, M., Langrehr, F., Hexter, J. (1998): Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory, *Financial Management* 27, str. 73-82.
28. Imran, K. (2011): Determinants of dividend payout policy: A case of Pakistan engineering sector, *The Romanian Economic Journal*, 41, str. 47-60.
29. Kowalewski, O.; Stetsyuk, I.; Talavera, O. (2007): Corporate governance and dividend policy in Poland, *DIW Discussion Papers* 702
30. Kožul, A., Mihalina, E. (2013): The determinants of the dividend size in Croatia, *UTMS Journal of Economics*, 4 (2), str. 143-151.

31. Krivačić, D., Smederevac, S., Vujnović, P. (2012): Profitabilnost banaka u uvjetima gospodarske krize–analiza banaka u Hrvatskoj, Zbornik Veleučilišta u Karlovcu, 2 (1), str. 145-155.
32. Kundid, A., Škrabić, B., Ercegovac R. (2011): Determinants of bank profitability in Croatia, Croatian operational research review, 2 (1), str. 168-182.
33. Lintner, J.(1956): Distribution of Income of Corporations among Dividends Retained Earning and Taxes, American Economic Review (May), str. 97-113.
34. Maldajian, C., El Khoury, R. (2014): Determinants of the dividend policy: An empirical study on the Lebanese listed banks, International Journal of Economics and Finance, 6 (4), str. 240-250.
35. Marfo-Yiadom, E., Agyei, S. K. (2011): Determinants of dividend policy of banks in Ghana, International Research Journal of Finance and Economics, 61 (61), str. 99-108.
36. Miller, M., Modigliani, F. (1961): Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, Journal of Business 34, str. 411-433.
37. Moradi, M., Salehi, M., Honarmand, S. (2010): Factors affecting dividend policy: Empirical evidence of Iran, Poslovna izvrsnost Zagreb, god. IV, br. 1, str. 45-62.
38. Narodne novine, (2006): Međunarodni standardi financijskog izvještavanja, Narodne Novine d.d., Zagreb, broj 140., str. 10526, [internet], dostupno na: <http://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/dodatni/129188.pdf> , [28.8.2017.]
39. Nissim, D., Ziv, A. (2001): Dividend Changes and Future Profitability, The Journal of Finance, 56 (6), str. 2111-2134.
40. Odošajić, S., Burilović, L., Tolušić, Z. (2014): Main determinants of profitability of the largest banks in the Republic of Croatia, Ekonomski vjesnik : Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues, 27 (1), str. 93-112.
41. Pandey, I. M. (2001): Corporate dividend policy and behaviour: the Malaysian experience, Indian Institute of Management Ahmedabad (IIMA), Working Paper 2001-11-0
42. Pejić Bach, M., Posedel, P., Stojanović, A. (2009): Determinante profitabilnosti banaka u Hrvatskoj, Zbornik ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 7 (1), str. 81-92.
43. Pervan, M., Ćurak, M., Poposki, K. (2012): Industrial Concentration and Bank Performance in an Emerging Market: Evidence from Croatia, Advances in Finance and Accounting, WSEAS Press, 1 (1), str. 366-371.



44. Petria, N., Capraru, B., Ihnatov, I. (2015): Determinants of banks' profitability: evidence from EU 27 banking systems, *Procedia Economics and Finance*, 20, str. 518-524.
45. Porter, M., Millar, V. (1985): How information gives you competitive advantage, *Harvard Business Review*, 63 (4), str. 149-161.
46. Rozeff, M. (1982): Growth, Beta, and Agency Theory Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios, *Journal of Financial Research*, 5, str. 249-259.
47. Rozga, A., Kundid, A. (2013): Discriminant analysis of bank profitability levels, *Croatian Operational Research Review*, 4 (1), str. 153-163.
48. Solomons, D. (1961): Economic and accounting concepts of income, *The accounting review*, 36 (3), str. 374-383.
49. Vidučić, Lj. (2004): Kontroverze politike dividendi, *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci*, str. 134 – 149.
50. Von Eije, J. H., Megginson, W. L. (2006): Dividend policy in the European Union, *SSRN Electronic Journal*, Ožujak 2006., [internet], dostupno na: [https://www.researchgate.net/profile/Henk\\_Von\\_Eije/publication/228292210\\_Dividend\\_Policy\\_in\\_the\\_European\\_Union/links/0f31753be5382f3d1f000000.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Henk_Von_Eije/publication/228292210_Dividend_Policy_in_the_European_Union/links/0f31753be5382f3d1f000000.pdf), [17.05.2017.]
51. Zameer, H., Rasool, S., Iqbal, S., Arshad, U. (2013): Determinants of Dividend Policy: A case of Banking sector in Pakistan, *Middle-East Journal of Scientific Research*, 18 (3), str. 410-424.
52. Živko, I., Kandžija, T. (2013): Impact of financial crisis on banking sector stability in Republic Croatia, *Poslovna izvrsnost: znanstveni časopis za promicanje kulture kvalitete i poslovne izvrsnosti*, 7 (1), str. 129-143.

Internet:

[www.mojedionice.hr](http://www.mojedionice.hr)

[www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)

[www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)

[www.stata.com](http://www.stata.com)

## POPIS GRAFOVA I TABLICA

### Popis tablica

Tablica 1: Ciljevi poduzeća s obzirom na različite dionike .....	10
Tablica 2: Konkurentna prednost poduzeća .....	13
Tablica 3: Pregled obilježja i zaključaka izabranih empirijskih istraživanja o determinantama dividendi financijskih institucija .....	34
Tablica 4: Povezanost isplata dividendi sa karakteristikama kompanije .....	35
Tablica 5: Popis banaka koje čine uzorak istraživanja.....	41
Tablica 6: Udio aktive banaka u uzorku u ukupnoj aktivi svih banaka Hrvatske .....	41
Tablica 7: Prikaz odabranih varijabli u modelu .....	42
Tablica 8: Deskriptivna statistika.....	43
Tablica 9: Korelacijska matrica.....	46
Tablica 10: Rezultati panel analize (Blundell-Bond procjenitelj).....	46
Tablica 11: Donošenje zaključka o hipotezama .....	48

### Popis grafova

Graf 1: Kompanije na tržištu SAD-a s obzirom na isplatu dividendi (1926. – 1929.).....	26
Graf 2: Pokazatelji profitabilnosti banaka u Hrvatskoj 2000.-2016.....	38
Graf 3: Dobit / gubitak banaka u Hrvatskoj prije oporezivanja 2000.-2016. (mil.).....	38
Graf 4: Prosječno kretanje zavisne varijable po godinama .....	44

## **SAŽETAK**

Cilj ovog diplomskog rada je bio utvrditi determinante koje utječu na visinu dividendi banaka u Hrvatskoj. Provođenje analize je potaknuto malim brojem provedenih istraživanja koja se odnose dividende hrvatskog bankarskog sektora. Provedena je dinamička panel analiza na temelju pokazatelja poslovanja banaka za razdoblje od 2010. do 2016. godine. Determinante koje pozitivno utječu na visinu dividendi banaka u Hrvatskoj su veličina banke, profitabilnost banke i životna faza banke, dok investicijske mogućnosti banke i zaduženost banke negativno utječu na visinu isplaćenih dividendi.

**Ključne riječi: banke u Hrvatskoj, dividende banaka, determinante isplate dividendi**

## **SUMMARY**

The main goal of this research was to define main determinants of bank dividends in Croatia. Inspiration for analysis was small number of research focused on dividends of Croatian banking sector. Dynamic panel analysis was performed using different indicators of bank business, for the period from 2010 to 2016. Bank size, profitability and life cycle showed positive impacts on dividend payouts while investment possibilities and bank leverage showed negative impacts on dividend payouts.

**Key words: banks in Croatia, bank dividends, determinants of dividend payouts**