

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA**

Evidenčné číslo: 101006/I/2015/3014530996

**DIVIDENDOVÁ POLITIKA
PODNIKATEĽSKÝCH SUBJEKTOV
V PODMIENKACH SR A FAKTORY, KTORÉ
JU OVPLYVŇUJÚ**

Diplomová práca

2015

Bc. Michal Hatala

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA**

**DIVIDENDOVÁ POLITIKA
PODNIKATEĽSKÝCH SUBJEKTOV
V PODMIENKACH SR A FAKTORY, KTORÉ
JU OVPLYVNĚJÚ**

Diplomová práca

Študijný program: Daňovníctvo a daňové poradenstvo
Študijný odbor: 6271 Financie, bankovníctvo a investovanie
Školiace pracovisko: Katedra financií
Vedúci diplomovej práce: doc. Ing. Jana Mikócziová, PhD.

Bratislava 2015

Bc. Michal Hatala

Čestné vyhlásenie

Čestne vyhlasujem, že som diplomovú prácu vypracoval samostatne a že som uviedol všetku použitú literatúru.

Dátum:

.....
(podpis študenta)

Pod'akovanie

Týmto ďakujem vedúcej diplomovej práce doc. Ing. Jane Mikócziovej, PhD. za poskytnutú pomoc pri spracovaní diplomovej práce, najmä za ochotu a trpezlivosť pri spracúvaní diplomovej práce.

ABSTRAKT

HATALA, Michal: *Dividendová politika podnikateľských subjektov v podmienkach SR a faktory, ktoré ju ovplyvňujú.* – Ekonomická univerzita v Bratislave. Národohospodárska fakulta; katedra financií. – Vedúci diplomovej práce: doc. Ing. Jana Mikócziová, PhD. – Bratislava: NHF EU, 2015, 66 s.

Cieľom diplomovej práce je pomocou analýzy vyplatených dividend a interných faktorov akciových spoločností obchodovaných na Burze cenných papierov v Bratislave zanalyzovať dopad jednotlivých faktorov na vyplatené dividendy a dividendovú politiku. Diplomovú prácu sme rozdelili do 5 kapitol obsahujúcich 11 grafov, 2 schémy a 12 tabuliek spolu s 2 prílohami na konci práce.

V prvej kapitole diplomovej práce v logickom slede charakterizujeme akciu, ako cenný papier predstavujúci podiel na akciovej spoločnosti, zisk a dividendy. Zároveň opisujeme teoretické školy, ktorých zameraním je dividendová politika spoločnosti a definujeme tri dividendové politiky, ktoré spoločnosti najčastejšie využívajú. V kapitole menujeme jednotlivé faktory, ktoré podľa viacerých autorov ovplyvňujú dividendovú politiku spoločnosti a popisujeme spôsob, akým je upravená na Slovensku problematika zdaňovania a platenia odvodov z dividend.

Druhá a tretia kapitola je venovaná hlavnému a parciálnym cieľom diplomovej práce ako aj metódam a nástrojom, pomocou ktorých uvedené ciele naplníme.

V štvrtej kapitole uvádzame výsledky, ku ktorým sme sa pomocou analýzy dopracovali. Opisujeme vývoj a aktuálny stav vyplácaných dividend vo svete. Následne podrobujeme štyri slovenské spoločnosti analýze dopadu interných ekonomických faktorov na výšku schválených a vyplatených dividend.

Prácu uzatvárame piatou kapitolou, v ktorej diskutujeme o záveroch diplomovej práce ako aj názoroch a záveroch štúdií zahraničných autorov.

Kľúčové slová:

dividenda, dividendová politika spoločnosti, zisk, akcie, akciový trh

ABSTRACT

HATALA, Michal: *Dividend policy of companies in conditions of SR and the factors affecting it.* – University of Economics in Bratislava. Faculty of National Economy; department of finance. – Supervisor of the final work: doc. Ing. Jana Mikócziová, PhD. – Bratislava: NHF EU, 2015, 66 p.

The goal of the diploma thesis is with analysis of historically paid dividends and internal economic factors of companies listed on Stock exchange of Bratislava to analyse the impact of individual factors on paid dividends and dividend policy of companies. Diploma thesis is divided into 5 chapters containing 11 charts, 2 schemes and 12 tables with 2 attachments.

In the first chapter, we characterize in logical sequence company a stock, as security representing a proportion of a company assets, profit and dividends. We also describe theoretical schools of thought, which focused on dividend policy of company and describe three known and widely used dividend policies, which are currently used the most. We list individual factors, that might influence the dividend policy of a company and we describe the way, how dividends are taxed in Slovakia and how health insurance contributions are paid.

Second and third chapter is dedicated to main and partial goals of diploma thesis and also to methods and tools, we used to achieve the goals.

In fourth chapter we mention results, we get from our analysis. We describe development and current situation of dividends paid by companies in S&P 500 index. We subsequently analyse four Slovak companies for impact of individual internal factors at approved and paid dividends.

The diploma thesis is finished with fifth chapter, in which we discuss the outcomes of the diploma thesis and also the outcomes of other studies.

Key words:

dividend, dividend policy of company, profit, stocks, stock market

O B S A H

ÚVOD.....	10
1 SÚČASNÝ STAV RIEŠENEJ PROBLEMATIKY DOMA A V ZAHRANIČÍ	12
1.1 Charakteristika akcie	12
1.2 Charakteristika zisku	16
1.3 Charakteristika dividend.....	19
1.4 Dividendová politika spoločnosti	22
1.4.1 Pro-dividendová škola	23
1.4.2 Anti-dividendová škola.....	25
1.4.3 Škola nepodstatnosti dividend	25
1.5 Druhy dividendových politík.....	26
1.6 Faktory ovplyvňujúce dividendovú politiku.....	27
1.7 Ukazovatele dividendovej politiky	30
1.8 Zdaňovanie dividend v Slovenskej republike	31
2 CIEĽ PRÁCE.....	34
3 METODIKA PRÁCE.....	36
4 VÝSLEDKY PRÁCE	38
4.1 Vývoj dividendovej politiky vo svete.....	38
4.2 Výsledky spoločností.....	42
4.2.1 Allianz – Slovenská poisťovňa, a.s.	42
4.2.2 Sberbank Slovensko, a.s.	44
4.2.3 Tatra banka, a.s.	45
4.2.4 Všeobecná úverová banka, a.s.	47
4.3 Analýza dividendovej politiky na Slovensku a faktorov, ktoré ju ovplyvňujú.....	48
4.3.1 Dopad interných faktorov na dividendovú politiku spoločnosti-korelačná analýza.....	50
4.3.2 Dopad interných faktorov na dividendovú politiku spoločnosti - regresná analýza.....	54
5 DIKUSIA.....	59
ZÁVER	61
ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY	63
PRÍLOHY	66

ÚVOD

Investori majú na celom svete nespočetne veľa investičných nástrojov, do ktorých môžu investovať. Či už sa jedná o meny krajín, korporátne alebo vládne dlhopisy, nehnuteľnosti, akcie či alternatívne druhy investícií, jedným z trojice hlavných parametrov, ktoré investorov zaujímajú, je dosiahnutý výnos. Dosiahnutý výnos hodnotia v kombinácii rizika danej investície a jej likvidity. Akcie sa ako majetkové cenné papiere vyznačujú tým, že môžu investorovi priniesť dva druhy výnosov. Prvý druh výnosu je kapitálový výnos, ktorý investor dosiahne v prípade, že akciu predá za vyššiu cenu, za akú ju kúpil. Tento výnos môže investor z časti ovplyvniť, nakoľko je do značnej časti závislý od času, kedy akciu predá. Druhý výnos, ktorý investor nemôže ovplyvniť, je dividendový výnos. Dividendový výnos zodpovedá výške dividend, ktoré spoločnosť vyplatí majiteľom akcie. O tomto výnose plne rozhoduje spoločnosť, konkrétne jej valné zhromaždenie, ktoré sa skladá z akcionárov spoločnosti. V prípade, že valné zhromaždenie dividendy neodsúhlasí, investor tento výnos v prípade akcie nedosiahne. Predmetom dlhodobej diskusie investičných analytikov, burzových maklérov a mnohých ďalších sú faktory, ktoré môžu ovplyvniť rozhodnutia spoločností o tom, či a v akej výške vyplatia svojim akcionárom dividendy. Práve dividendová politika a faktory, ktoré ju ovplyvňujú, je predmetom diplomovej práce.

Hlavným cieľom diplomovej práce je pomocou analýzy vyplatených dividend a interných faktorov akciových spoločností obchodovaných na Burze cenných papierov v Bratislave zanalyzovať dopad jednotlivých faktorov na vyplatené dividendy a dividendovú politiku.

V prvej kapitole diplomovej práce sa venujeme charakteristike akcií, ich základným typom a rozdeleniu podľa výnosového a rizikového profilu. Následne charakterizujeme zisk a dividendy, ktoré sú hlavným predmetom diplomovej práce. Opisujeme základné teoretické školy, ktoré sa venujú dividendovej politike a jednotlivé typy dividendovej politiky, ktoré dnes akciové spoločnosti najčastejšie uplatňujú. V prvej kapitole zároveň menujeme jednotlivé faktory, ktoré podľa viacerých autorov ovplyvňujú dividendovú politiku spoločnosti a popisujeme spôsob, akým je upravená na Slovensku problematika zdaňovania a platenia odvodov z dividend.

V druhej a tretej kapitole uvádzame hlavné a parciálne ciele diplomovej práce ako aj metódy, ktoré využívame počas písania diplomovej práce.

V štvrtej kapitole uvádzame výsledky diplomovej práce, ku ktorým sme sa pomocou analýzy dopracovali. Opisujeme vývoj a aktuálny stav vyplácaných dividend vo svete a stručne charakterizujeme vývoj a aktuálny stav ekonomických ukazovateľov vybraných akciových spoločností. Následne podrobujeme štyri vybrané slovenské spoločnosti analýze dopadu vybraných interných ekonomických ukazovateľov na výšku vyplatených dividend pomocou korelačnej matice a regresnej analýzy. Jednotlivé hodnoty korelácie zároveň podrobíme štatistickému testu významnosti.

Piatu kapitolu venujeme diskusii a záverom, ku ktorým sme po analýze dospeli ako aj štúdiu, ktorá naše výsledky potvrdzuje.

1 SÚČASNÝ STAV RIEŠENEJ PROBLEMATIKY DOMA A V ZAHRANIČÍ

V dnešnej trhovej ekonomike, v prostredí slobodného podnikania je hlavným cieľom podnikateľských subjektov nielen v Slovenskej republike dosahovanie zisku. Obchodný zákonník definuje podnikanie ako „sústavnú činnosť, vykonávanú samostatne podnikateľom, vo vlastnom mene a na vlastnú zodpovednosť za účelom dosiahnutia zisku.“¹ Dosiahnutý zisk je možné použiť viacerými spôsobmi, z ktorých niektoré presne stanovujú zákony v danej krajine. Podstatou zisku je však jeho transfer k majiteľovi alebo majiteľom podniku. Podniky, ktoré rozdeľujú dosiahnutý zisk pomocou dividend sa nazývajú akciové spoločnosti, ktorých majiteľmi sú držiteľia emitovaných akcií.

História podniku siaha až do 13. storočia, kedy vznikali strieborné bane v talianskej Siene a mlyny vo francúzskom Toulouse. V roku 1363 vznikla anglická akciová spoločnosť Company of Staple, ktorá bola skupinou dvadsiatichšiestich obchodníkov, ktorým Edward III udelil určitý monopol. Slávnejšou anglickou akciovou spoločnosťou bola British East India Company, ktorej Elizabeth I udelila v roku 1600 kráľovskú chartu so zámerom podpory obchodných záujmov v Indii. Prvá spoločnosť, ktorá emitovala svoje akcie na burze bola Dutch East India Company v roku 1602, ktorá mala 20 – ročný monopol na obchod s východnou Indiou. Už Dutch East India Company vyplácala od svojho počiatku do roku 1696 pravidelnú dividendu vo výške 12 až 63 % (Jílek, 2009).

V nasledujúcej kapitole definujeme akciu, ako vlastnícky cenný papier, zisk, ako cieľ podnikateľskej činnosti a dividendu, ako spôsob rozdelenia a transferu zisku smerom k majiteľovi. Následne sa zameriame na druhy dividend, spôsoby ich vyplácania a na typy dividendových politík vo svete a v podmienkach Slovenskej republiky.

1.1 Charakteristika akcie

Akcia je vlastnícky cenný papier, ktorý predstavuje podiel na základnom kapitály spoločnosti. Vlastník akcie má právo podieľať sa na riadení spoločnosti, právo

¹ Predpis č. 513/191 Zb. Obchodný zákonník.

na podiel na zisku a na podiel na likvidačnom zostatku.² Akcie sú emitované pri zakladaní akciovej spoločnosti, pri čom musí emitent vopred určiť výšku základného kapitálu, ktorý je rozdelený na konkrétny počet akcií s konkrétnou menovitou hodnotou. Základný kapitál akciovej spoločnosti sa rovná súčinu počtu akcií s rovnakou menovitou hodnotou a danej menovitej hodnoty. Menovitá hodnota sa podľa Chovancová (2006) uvádza v peňažnej hodnote, ktorá má viacero úloh:

- stanovenie základného kapitálu,
- stanovenie percentuálneho kurzu akcie vo vzťahu k jej aktuálnej cene na trhu, napríklad ak je cena akcie na trhu 150 EUR a menovitá hodnota je 100 EUR, akcia je obchodovaná na trhu za 1,5 – násobok menovitej hodnoty, alebo na úrovni 150 % menovitej hodnoty,
- percentuálne vyjadrenie výšky dividendy vo vzťahu k menovitej hodnote akcie, napríklad ak spoločnosť odsúhlasila vyplatenie dividendy vo výške 5 EUR vo vzťahu k 100 EUR menovitej hodnoty, čo predstavuje 5 % menovitej hodnoty akcie,
- percentuálne stanovenie výšky dividendy, napríklad ak spoločnosť definuje svoju dividendovú politiku ako 7 % z menovitej hodnoty akcie,
- stanovenie podielu jednotlivých akcionárov na majetku spoločnosti, kde sa podiel jednotlivých akcionárov stanoví ako súčin počtu akcií vo vlastníctve daného akcionára s rovnakou menovitou hodnotou s danou menovitou hodnotou.

Akcie je možné rozdeliť do dvoch základných skupín, a to na:

- *bežné (kmeňové) akcie,*
- *prioritné akcie.*

Bežné a prioritné akcie majú tak spoločné charakteristiky, ako aj odlišné. Medzi spoločné charakteristiky bežných a prioritných akcií patrí právo na dividendy, v prípade že spoločnosť dosiahne zisk a skutočnosť, že akcie nemajú splatnosť, tzn. nie je stanovený termín, kedy je vlastníkovi akcie vyplatená menovitá hodnota. S tým súvisí aj riziko vlastníctva akcie, kde nie je garantovaná výška budúcej hodnoty akcie, ani výplata dividendy. K hlavným odlišnostiam patrí skutočnosť, že prioritné akcie majú prednosť pred bežnými akciami v prípade vyplácania dividend ako aj v prípade vyplácanie likvidačného zostatku spoločnosti. Znamená to, že spoločnosť nevypláti

² Predpis č. 513/191 Zb. Obchodný zákonník.

dividendy alebo likvidačný zostatok vlastníkom bežných akcií pred tým, ako vyplátí dividendy alebo likvidačný zostatok vlastníkom prioritných akcií. Vlastníci prioritných akcií môžu mať zároveň nárok na takzvanú kumulatívnu dividendu, kedy majú vlastníci nárok na dividendu aj v obdobiach, kedy dosiahla spoločnosť stratu, no dividendy sa vyplátia až v prípade dosiahnutia zisku. Prioritné akcie majú spravidla stanovenú pevnú dividendu vo forme podielu z menovitej hodnoty akcie, zatiaľ čo dividendy bežných akcií sú závislé od výsledku spoločnosti v danom období. Prioritné akcie zväčša nemávajú hlasovacie právo, pričom bežné akcie nesú so sebou právo rozhodovať o riadení spoločnosti na valnom zhromaždení.

K osobitnej forme akcií patria zamestnanecké akcie, ktoré v niektorých krajinách emitujú spoločnosti pre svojich zamestnancov. Zamestnanci si zamestnanecké akcie môžu buď kúpiť (obvykle za zvýhodnenú cenu) alebo získať ako súčasť odmeňovania. Pri ukončení pracovného vzťahu so spoločnosťou musí zamestnanec tieto akcie vrátiť a spoločnosť ich od zamestnanca odkúpiť. Zamestnanecké akcie nesú v sebe rovnaké práva ako bežné akcie, pokiaľ nie je uvedené v stanovách spoločnosti inak (Jílek, 2009).

Akcie môžu byť emitované v dvoch formách, a to vo forme *zaknihovanej* alebo vo forme *listinnej*. Zaknihovaná forma je dnes najrozšírenejšia. V tomto prípade sú akcie registrované v registri cenných papierov (na Slovensku je to Centrálny depozitár cenných papierov SR, a.s.). V prípade listinnej podoby existuje akcie skutočne ako cenný papier vo fyzickej forme, ktorý drží akcionár u seba alebo v trezore a schránkach na to určených. Z hľadiska formy môžu byť listinné akcie *na meno*, kedy sú vždy spojené s konkrétnym vlastníkom akcie (akcionárom) a tieto akcie sú vedené v zozname emitenta alebo sprostredkovateľskej spoločnosti, ktorá emisiu sprostredkovala. Pri predaji takýchto akcií je potrebný zápis o zmene vlastníka v zozname akcionárov. O akciách emitovaných na meno má spoločnosť presný prehľad, čo je pre ňu veľká výhoda. Druhým typom akcie je *akcia na majiteľa* alebo *na doručiteľa*, kedy akcia nie je spojená s konkrétnou osobou. Ich predaj alebo prevod je veľmi jednoduchý, pretože akciu stačí odovzdať novému majiteľovi a nie je potrebné tento prevod nikam zaznamenať.

Akcie patria z hľadiska rizika meraného štandardnou odchýlkou medzi vysoko rizikové aktíva. Za toto riziko sú však akcionári zväčša odmeňovaní nadpriemerným výnosom. Podľa štúdie Siegel (2011) dosahujú akcie na svetových trhoch v dlhodobom horizonte 20 rokov minimálny výnos 1% a maximálny výnos 12,6 %. Naopak, dlhopisy dosahujú výnos od -3,1 % do 8,8 % a pokladničné poukážky od -3 % do 8,3 % (Siegel,

2011). Na základe rizikového a výnosového profilu akcií môžeme skonštruovať nasledujúce kategórie akcií (Chovancová, 2006; Spaulding, 2015):

- a) *Špičkové akcie (blue-chips stocks)* – jedná sa o akcie veľkých a stabilných spoločností s dlhoročnou históriou, ktorých kvalita je považovaná za nadpriemerne vysokú. Blue chips akcie sú obvykle vysoko ocenené a prinášajú majiteľom stabilný dividendový výnos, aj vďaka čomu ich cena naďalej stúpa.
- b) *Rastové akcie (growth stocks)* – akcie spoločností, ktoré majú vysoký potenciál rastu a spravidla vyplácajú nízke alebo žiadne dividendy. Väčšinu zisku zadržiavajú a reinvestujú do nových rastových projektov, ktoré majú ich hodnotu v budúcnosti zvýšiť. Investícia do rastových spoločností predstavuje zvýšené riziko, nakoľko sa často jedná o mladé spoločnosti bez značnej histórie. Tieto akcie majú zvyčajne vysoký ukazovateľ P/E (price to earnings ratio), pretože investori očakávajú nadpriemerný rast v budúcnosti a preto sú vysoko ohodnotené. Naopak v prípade, že spoločnosť nerastie v súlade s očakávaniami investorov, cena jej akcií prudko klesá.
- c) *Cyklické akcie (cyclical stocks)* – akcie spoločností, ktorých cena silne koreluje s vývojom globálnej ekonomiky. V prípade recesie zaznamenávajú tieto akcie najvýraznejší pokles ceny. Cyklické akcie sú akcie spoločností z automobilového sektoru, zo sektoru realít a stavebníctva, strojárkeho sektoru a podobne. Tieto akcie je výhodné nakúpiť na dne ekonomického cyklu.
- d) *Defenzívne akcie (defensive stocks)* – sú opakom cyklických akcií. Vykazujú nízku koreláciu s ekonomickým vývojom, vďaka čomu ich ceny vykazujú zníženú volatilitu, čo znamená nižšie riziko spojené s investíciou do defenzívnych akcií. Zároveň však prinášajú majiteľom aj nižší výnos. Defenzívne akcie sú akcie spoločností z potravinárskeho priemyslu, tabakového priemyslu a podobne.
- e) *Špekulatívne akcie (speculative stocks)* – sú to akcie spoločností so žiadnymi alebo veľmi nízkymi ziskami, alebo ziskami veľmi volatilnými, no s obrovským potenciálom na rast z dôvodu vstupu na nový trh, výroby unikátneho produktu alebo zmeny manažmentu. V období dot-com bubliny bolo mnoho internetových spoločností považovaných za špekulatívne investície. V prípade investície do špekulatívnych akcií musí investor počítať s vysokou pravdepodobnosťou straty celého objemu investície.

- f) *Technologické akcie (tech stocks)* – akcie technologických spoločností vyvolávajú v súčasnosti veľkú polemiku. Jedna skupina investorov vidí v technológiách budúcnosť, druhá považuje technologické akcie za príliš rizikové. Väčšina technologických akcií je obchodovaná na burze NASDAQ v New Yorku. Časť technologických akcií môžeme považovať za špičkové akcie, ako napríklad MICROSOFT alebo APPLE a časť môžeme považovať za rastové či špekulatívne akcie.
- g) *Dividendové alebo príjmové akcie (income stocks)* – jedná sa o akcie veľkých spoločností vo fáze dospelosti, ktoré vyplácajú vysoké dividendy a dlhodobo vykazujú vysoký dividendový výplatný pomer, pretože majú málo potenciálnych projektov, kam by mohli dosiahnuté zisky reinvestovať. Mnoho z týchto spoločností je považovaných za blue-chips spoločnosti.

1.2 Charakteristika zisku

Zisk je charakterizovaný ako kladný rozdiel medzi kladnými a zápornými veličinami v účtovníctve, spravidla označovanými ako výnosy a náklady. Zisk je možné vnímať aj ako odmenu podnikateľa po odpočítaní všetkých nákladov na výrobné faktory. Je dôležitým ukazovateľom úspešnosti podniku. Podľa výkladové slovníku ekonomických pojmov Investopedia (2014) sa zisk definuje ako *„finančný benefit realizovaný v prípade, keď výnos z podnikateľskej činnosti prevyšuje náklady a dane potrebné na udržanie aktivity. Zisk patrí majiteľovi spoločnosti, ktorý ho môže, ale nemusí použiť na rozvoj podnikateľskej činnosti. Zisk sa vypočíta ako rozdiel výnosov a nákladov.“*

Zisk akciovej spoločnosti sa podľa zákona zdaňuje daňou z príjmu právnických osôb. Následne sa zo zisku po zdanení dopĺňa rezervný fond spoločnosti. Rezervný fond sa vytvára už pri vzniku spoločnosti vo výške najmenej 10 % základného imania. Rezervný fond je spoločnosť povinná dopĺňať každý rok sumou určenou v stanovách, najmenej však vo výške 10 % čistého zisku vyčísleného v účtovnej závierke. Rezervný fond sa dopĺňa najmenej do výšky 20 % základného imania. O použití rezervného fondu rozhoduje predstavenstvo, ak stanovy neurčujú inak.³ Zostatok zisku po odpočítaní dane a prídely do rezervného fondu môže akciová spoločnosť rozdeliť podľa rozhodnutia valného zhromaždenia, napríklad na investície do zariadenia, na akvizíciu

³ Predpis č. 513/191 Zb. Obchodný zákonník.

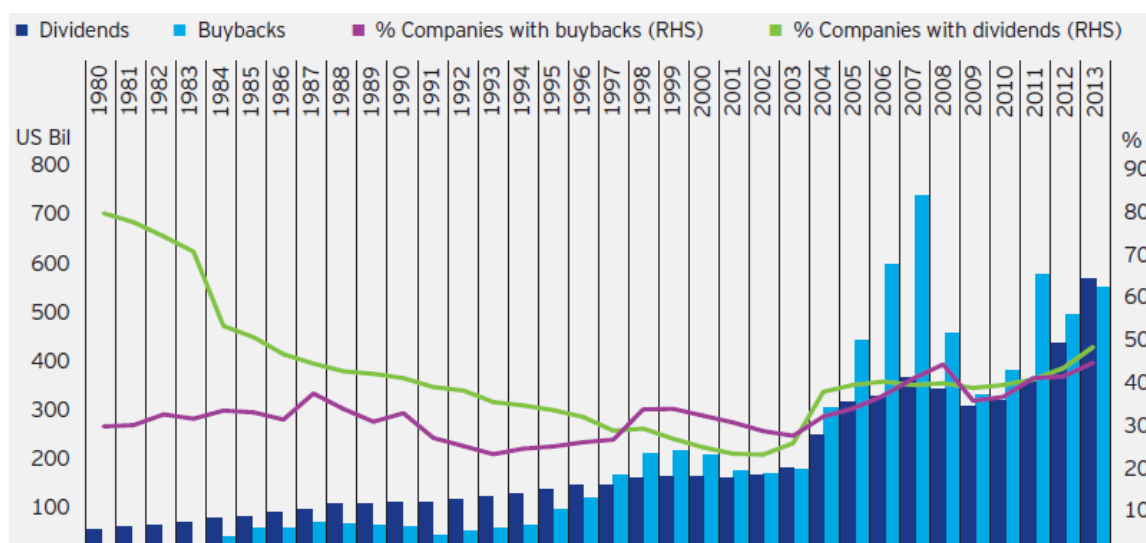
konkurencie, na spätný odkup akcií, výplatu dividend a podobne. Ak sa firma rozhodne pre výplatu dividend, musí postupovať podľa §51d Zákona o dani z príjmov. Podiel na zisku daňovníka s neobmedzenou daňovou povinnosťou a daňovníka s obmedzenou daňovou povinnosťou, sa za obdobie do 31.12.2003 a vykázanom po 31.12.2012 považuje za samostatný základ dane obchodnej spoločnosti alebo družstva a daň sa v takomto prípade vyberie zrážkou a zdaní sadzbou vo výške 15%. Daňovník s neobmedzenou daňovou povinnosťou, ktorému plynú podiely na zisku zo zdrojov v zahraničí, zdaní takéto príjmy podaním daňového priznania sadzbou 15%, pričom za základ dane sa považuje príjem neznížený o výdavky. Daňové priznanie nemusí podať daňovník, ktorý nie je založený alebo zriadený na podnikanie.⁴

Do zrušenia akciovej spoločnosti môže byť medzi akcionárov rozdelený čistý zisk znížený o prídely do rezervného fondu, prípadne ďalších fondov, o neuhradenú stratu z minulých rokov a zvýšený o nerozdelený zisk z minulých období a fondy tvorené zo zisku. Akciová spoločnosť nemôže vyplácať akcionárom najmä úroky z vkladov do základného imania a preddavky na dividendu (Kupkovič, 2003).

Vo svete sa čoraz častejšie používa spätný odkup akcií, ako spôsob distribúcie zisku akcionárom. V minulosti boli používané prevažne akcie ako nástroj rozdelenia zisku, no od roku 1997 prekonáva dividendy v objeme každý rok spätný odkup akcií amerických spoločností, vid' graf č. 1.

⁴ Predpis č. 513/191 Zb. Obchodný zákonník.

Graf č. 1 *Objem vyplatených dividend a realizovaných spätných odkupov americkými firmami a podiel firiem vyplácajúcich dividendy a realizujúcich spätný odkup akcií*



Zdroj: INVESCO. 2015. *Examining share repurchasing and S&P Buyback Indices for the US market.* [online]. 2015 [cit. 2015.08.14]. Dostupné na internete: <<https://www.invesco.com/static/us/investors/contentdetail?contentId=476d8e410VgnVCM100000c2f1bf0aRCRD>>.

Podiel spoločností vyplácajúcich dividendy klesol zo 78 % v roku 1980 na 47 % v roku 2013, kým podiel spoločností vykonávajúcich spätný odkup akcií stúpol z 28 % na 43 %. Motívov, prečo spoločnosti začínajú preferovať spätný odkup akcií pred dividendami je viacero. Podľa výsledkov štúdie od Hsieh - Wang (2009) sú najčastejšími motívmi preferencie:

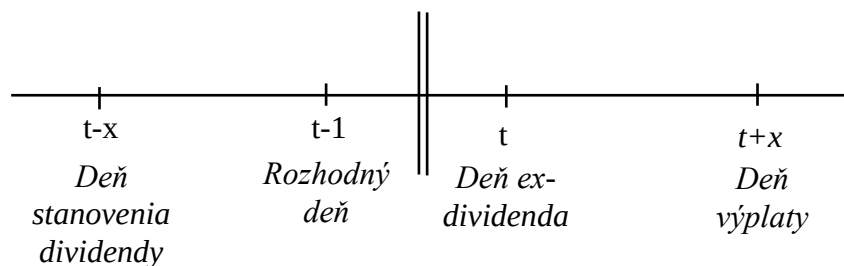
- regulácia a zdaňovanie, ktoré sú nastavené v neprospech dividend,
- finančná flexibilita pre manažment – spoločnosť nie je povinná splniť oznámený odkup akcií v plnom objeme a investori reagujú lepšie na odklad spätného odkupu ako na zníženie alebo nevyplatenie dividend,
- signalizované podhodnotenie akcií – spätný odkup akcií je považovaný za silný signál podhodnotených akcií spoločnosti a zároveň môže signalizovať zmeny či už v kapitálovej alebo vlastníckej štruktúre spoločnosti
- kapitálová štruktúra spoločnosti – spätným odkupom akcií môžu spoločnosti prispôbovať kapitálovú štruktúru svojim potrebám,

- ochrana pred nepriateľským prevzatím spoločnosti – odkup akcií sa často využíva ako ochrana pred nepriateľským odkupom inej spoločnosti, vďaka čomu spoločnosť nadobudne kontrolný balík akcií a časť akcií stiahne z trhu,
- odmeňovanie manažmentu – niektoré spoločnosti vyplácajú manažment z časti v podobe akcií. V prípade, že spoločnosť nechce emitovať nové akcie sa môže rozhodnúť o spätný odkup akcií, ktoré použije ako odmenu manažmentu.

1.3 Charakteristika dividend

Podiel na zisku spoločnosti sa majiteľom akcií vypláca vo forme dividend. Majitelia akcií si však musia uvedomiť, že dividendy nie sú garantované a nemusia byť vyplácané ani v prípade, že akciová spoločnosť dosiahne zisk. Rozhodnutie o rozdelení zisku a vyplatení dividend je na valnom zhromaždení akciovej spoločnosti, kde môžu akcionári rozhodnúť o zadržaní zisku a nevyplatení dividend. V tom prípade však môže akcionár očakávať zvýšenie hodnoty podniku v dlhodobom horizonte vďaka očakávaným zvýšeným investíciám na rozvoj. Dividendy sú dôležitou a užitočnou informáciou. Na základe historických dividend očakávajú investori budúce dividendy a tieto očakávania vplývajú na cenu akcie. Ak investori očakávajú stály a rast dividend, ceny akcií môžu vzhľadom na zvýšený dopad vzrásť, a naopak, ak očakávajú zníženie dividend, alebo dokonca zrušenie vyplácania dividend, ceny akcií môžu vzhľadom na previs ponuky nad dopytom klesať. Dividendy sa v Slovenskej republike vyplácajú najčastejšie ročne, vo svete, napríklad v USA sú známejšie modely štvrťročného vyplácania, môžeme sa stretnúť aj s polročným vyplácaním, pričom súčtom týchto predbežných dividend dostaneme celkovú dividendu. Model vyplácania dividend zobrazuje schéma č. 1.

Schéma č. 1. Model vyplácania dividend



Zdroj: vlastné spracovanie.

Prvý deň v modeli vyplácania dividend je deň stanovenia dividendy, deň, v ktorý valné zhromaždenie stanoví výšku dividendy, ktorá bude v danom období akcionárom vyplatená. Tento deň je dôležitý z hľadiska informovania verejnosti, nakoľko rozhodnutie o zvýšení, znížení alebo nezmenení výšky dividendy vysiela informáciu o sile spoločnosti. Ak teda spoločnosť výšku dividendy zmení, v tento deň zareaguje cena akcií na novú informáciu.

Nasledujúcim dňom je rozhodný deň. Nárok na dividendu má akcionár, ktorý vlastní akciu v rozhodný deň, ktorý predchádza dňu *ex – dividendy*.

Deň ex-dividenda je deň, v ktorý už investor musí vlastniť akciu v prípade, že chce inkasovať nasledujúcu dividendu. Pretože dividendy nie sú vyplatené investorovi, ktorý akciu kúpi po tomto dátume, cena akcie v tento deň klesne o výšku dividendy.

Posledným dňom je deň výplaty dividendy, kedy spoločnosť v skutočnosti dividendy vypláti. Tento deň je obvykle 2 až 3 týždne po dni ex-dividenda (Damodaran, 2014).

Dividendy sa delia podľa rôznych hľadísk. Medzi tieto hľadiská spadajú:

- druh akcie, na ktorý je dividendy vyplácaná,
- podoba, v akej je dividendy vyplácaná,
- interval, v akom je dividendy vyplácaná,
- pravidelnosť vyplácania dividend.

Podľa druhu akcie, na ktorý je dividendy vyplácaná existuje bežná dividendy a prioritná dividendy. Prioritná dividendy sa vyznačuje osobitnými črtami. Prioritná dividendy môže byť stanovená ako :

1. *pevná suma na jednu akciu* - na túto sumu môže mať v niektorých prípadoch akcionár nárok aj v období, kedy spoločnosť dividendy z rôznych dôvodov

nevyplácala. V takom prípade sa jedná o takzvanú kumulatívnu prioritnú dividendu.

2. *rovnaký podiel na zisku ako v prípade bežnej dividendy.*
3. *kombináciou predchádzajúcich možností* – v prípade, že dividendu vypočítaná ako percentuálny podiel zo zisku prevyšuje pevne stanovenú dividendu, je vyplatená táto dividendu, v opačnom prípade je vyplatená pevne stanovená dividendu.

Z pohľadu podoby môže mať dividendu nasledujúce formy:

- hotovostná dividendu – dividendu vyplácaná v hotovosti, resp. prevodom peňažných prostriedkov na majetkový účet akcionára. Tento druh dividendy je u nás aj vo svete najrozšírenejší aj napriek svojej administratívnej náročnosti a nevýhodnosti v prípade veľmi nízkych dividend.
- akciová dividendu – je vyplácaná novo emitovanými kmeňovými akciami - tento spôsob je pre emitujúcu firmu nákladný, nakoľko musí registrovať novú emisiu akcií u orgánu vykonávajúceho dohľad nad kapitálovými trhmi,
- obligačná dividendu – je vyplácaná dlhovými cennými papiermi (obligáciami),
- majetková dividendu je vyplácaná v podobe majetku spoločnosti, iného ako hotovostného.

Podľa pravidelnosti vyplácania dividend rozlišujeme riadnu, mimoriadnu a likvidačnú dividendu. Riadna dividendu sa vypláca pravidelne a schvaľuje ju valné zhromaždenie. Mimoriadna dividendu sa vypláca nepravidelne a nemusí sa opakovať. Vypláca sa pri zvláštnych udalostiach, kedy chce spoločnosť distribuovať zadržaný zisk. Môže sa vyplácať v osobitných termínoch alebo spolu s riadnou dividendou. Nárok na mimoriadnu dividendu majú tí akcionári, ktorí majú nárok na riadnu dividendu. Likvidačná dividendu je posledná dividendu vyplácaná spoločnosťou pred jej zánikom. Predstavuje výšku likvidačného zostatku spoločnosti na jednu akciu (Chovancová,2006).

Akciové spoločnosti sa podľa Sharpe a Alexander (1990) málokedy snažia udržať konštantný výplatný pomer, tzn. pomer medzi výškou dividendy a dosiahnutým ziskom. Dôvodom je kolísanie zisku v jednotlivých obdobiach. Akciové spoločnosti miesto toho radšej udržiavajú konštantnú výšku dividend a tým pádom konštantný výplatný pomer z dlhodobého hľadiska. Spoločnosti zvyšujú dividendy len v prípade, kedy sú presvedčené o dlhodobom a udržateľnom náraste zisku a tým pádom

o schopnosti zvýšené dividendy vyplácať aj v budúcnosti. Nasledujúca tabuľka popisuje pravdepodobnosť zvýšenia dividendy u 392 priemyslových firiem v závislosti od zmeny zisku spoločnosti.

Tabuľka č. 1 Pravdepodobnosť zmeny dividend u 392 priemyslových firiem v období od 1946 do 1964

Zmeny zisku		Zmeny dividend (v %)		
aktuálny rok	predchádzajúci rok	zvýšenie	bez zmeny	zníženie
+	+	74,80	11,40	13,80
+	-	54,10	17,20	28,70
-	+	49,70	16,90	33,40
-	-	31,80	19,40	48,80

Zdroj: SHARPE, W., ALEXANDER, G. 1990. *Investice*. 4. vydanie. Prentice-Hall, Inc. 1990. 696 s. ISBN80-85605-47-3.

Z tabuľky č. 1 vyplýva, že v takmer 75 % prípadov, kedy spoločnosť zaznamenala nárast zisku v aktuálnom aj predchádzajúcom roku zvýšila dividendu. Zaujímavé je, že takmer v 32 % prípadov, kedy spoločnosť zaznamenala pokles zisku zvýšila dividendu. Zároveň je možné pozorovať akúsi prevahu aktuálneho roka pred predchádzajúcim, nakoľko zvýšenie zisku v aktuálnom roku viedlo k zvýšeniu dividend v 54 % prípadov a zvýšenie zisku v predchádzajúcom roku viedlo k zvýšeniu dividend v 49,7 % prípadov. A zároveň, pokles zisku v aktuálnom roku viedol k zníženiu dividend v 33,4 % prípadov a pokles zisku v predchádzajúcom roku viedol k zníženiu dividend v 28,7 % prípadov.

Zvýšenie dividend môže byť verejnosťou vnímané ako informácia od spoločnosti o očakávanom náraste výnosov spoločnosti, vďaka čomu sa zmenia aj očakávania investorov a pravdepodobne zapríčinia nárast cien akcií.

1.4 Dividendová politika spoločnosti

Dividendovú politiku definuje autor Valach (1990) ako jedno zo základných finančných rozhodnutí spoločnosti a určenie spôsobu, na základe ktorého bude

spoločnosť zisk zadržiavať alebo rozdeľovať vo forme dividend a určenie výšky dividendy. Dividendovú politiku môžeme zároveň definovať ako určitý kompromis medzi nerozdeleným ziskom na jednej strane a výplatou zisku v podobe dividend na druhej strane. Je na rozhodnutí každej akciovej spoločnosti, akú dividendovú politiku si zvolí. Musí však myslieť na skutočnosť, že svojím rozhodnutím môže ovplyvniť cenu svojich akcií a tým pádom aj záujem investorov o ne. Do dividendovej politiky patrí rozhodovanie spoločnosti o viacerých aspektoch ako sú výška dividendy, frekvencia vyplácania, forma vyplácania ako aj prihliadanie na možnosť vyhovieť vysoko zdaňovaným investorom. Na dividendovú politiku spoločnosti začali už začiatkom 50. rokov vznikať rôzne názory, ktoré sa neskôr sformovali do tzv. myšlienkových škôl, medzi ktoré patrí:

- pro-dividendová škola,
- anti-dividendová škola,
- škola nepodstatnosti dividend.

1.4.1 Pro-dividendová škola

Zástancovia tejto školy sú presvedčení, že investori preferujú dividendy pred rastom ceny akcie, tzn. kapitálovým ziskom. Zároveň tvrdia, že spoločnosť dokáže ovplyvniť cenu akcie dividendovou politikou zameranou na výplatu vysokých dividend. V tomto období vznikla aj teória „vrabec v hrsti“, ktorá hovorí práve o tom, že investori uprednostňujú dividendy ako spoľahlivejšiu formu výnosu ako je kapitálový zisk. Zástancami tejto teórie pro-dividendovej školy boli aj Benjamin Graham a David Dodd (Damodaran, 2014), učitelia najznámejšieho svetového investora Warrena Buffetta, ktorí tvrdili, že akciový trh uprednostňuje štedré dividendy pred skúpmymi. Medzi kritéria výberu akcií do ich portfólia patrilo aj kritérium dividendové. Tvrdili, že ak investor kupuje podhodnotenú akciu, mal by vybrať takú, ktorá platí dividendu, pretože môže trvať veľmi dlho, kým sa jej cena vyšplhá na cenu približujúcej sa vnútornej hodnote. Počas tohto obdobia by mal investor poberať dividendu, ktorá ho odmení za toto čakanie. Ďalšou teóriou tejto školy je aj „signalizačná teória“, ktorá hovorí o tom, že ak chce spoločnosť vyvolať dojem pozitívneho trendu aj napriek tomu, že je menšou alebo začínajúcou spoločnosťou avšak má dobrý projekt, manažment pracuje s dobrými informáciami, s ktorým má veľkú šancu presadiť sa na trhu medzi

stabilnými spoločnosťami, môže vyslať signál v podobe vyplácania vyšších dividend. Takýto postup je však dosť nákladný a spoločnosť výplatou vysokých dividend musí znížiť a racionalizovať iné náklady a investície. Do pro-dividendovej školy prispel aj Myron J. Gordon (Damodaran, 2014) skonštruovaním tzv. Gordonovho modelu rastu, ktorý očakáva konštantný rast dividend. Zástancovia pro-dividendovej školy prispeli modelmi na oceňovanie akcií, ktorých cena sa odvíja od výšky dividendy. Medzi najznámejšie patrí dividendový diskontný model a Gordonov model rastu.

Dividendový diskontný model:

$$P_0 = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

Dividendový diskontný model očakáva, že sa výška dividendy nebude meniť a že bude vyplácaná donekonečna. Cena akcie je teda rovná diskontovanej hodnote všetkých vyplatených dividend. Nedostatkou modelu je však skutočnosť, že je veľmi ťažké predpovedať dividendy do budúcnosti. Model zároveň predpokladá konštantnú trhovú sadzbu použitú na diskontovanie, čo je taktiež zjednodušenie vzdialené od reality.

Gordonov model rastu:

$$P_0 = \frac{D_0 * (1 + g)}{r - g}$$

Gordonov model predpokladá konštantný rast dividend určený koeficientom g . Na rozdiel od dividendového diskontného modelu stačí odhadnúť koeficient rastu, nie je potrebné predpovedať presnú výšku budúcich dividend. Nedostatkou tohto modelu je však skutočnosť, že je veľmi málo spoločností, ktoré menia výšku dividendy rovnako počas dlhého obdobia. Preto vznikli ďalšie modely uvažujúce so zmenou rastu dividend, ako napríklad model dvojstupňového rastu dividend, model trojstupňového rastu dividend.

1.4.2 Anti-dividendová škola

Za vznik tohto myšlienkového prúdu môžeme označiť historické nadmerné zdaňovanie dividend v Spojených štátoch amerických, kde boli dividendy zdaňované vyššou sadzbou ako kapitálové zisky. Z pohľadu tejto nevýhody, zástancovia anti-dividendovej školy tvrdili, že vyplácané dividendy znižujú návratnosť investície po zaplatení daní. Tým pádom by sa zlepšila pozícia tak firiem ako aj investorov, keby firmy zisky zadržali a investovali do rozvoja. V spojených štátoch však význam tejto školy zanikol v roku 2003, kedy sa daň z dividend vyrovnala dani z kapitálových ziskov (Damodaran,2014).

1.4.3 Škola nepodstatnosti dividend

Posledným myšlienkovým prúdom je názor, že výška dividend je pre investorov irelevantná a že sú investori indiferentní voči výške dividend. Škola nepodstatnosti dividend má základ v práci Miller a Modigliani. Firmy, ktoré vyplácajú vyššiu časť ziskov v dividendách poskytujú nižšie kapitálové zisky, no v konečnom dôsledku musia poskytnúť rovnaké celkové zhodnotenie v kombinácii s rizikovosťou investície. Preto, ak uvažujeme o neexistencii daní, alebo ak sú dividendy zdaňované rovnako ako kapitálové zisky, sú investori indiferentní voči dividendám. Aby bola táto logika možná, musia existovať určité predpoklady:

- neexistencia transakčných nákladov spojených s konverziou kapitálového zhodnotenia na peniaze, uskutočnenou predajom. Ak transakčné náklady pri predaji existujú, investori s potrebou príjmu budú preferovať dividendy.
- firmy, ktoré platia vysoké dividendy môžu emitovať akcie s nulovými nákladmi pre potreby investícií do rozšírenia spoločnosti alebo získať kapitál iným spôsobom bez nákladov. Spoločnosti, ktoré dividendy neplatia majú tú výhodu, že majú zadržaný zisk k dispozícii.
- predpoklad, že sú akcie ocenené správne.

1.5 Druhy dividendových politík

Tromi základnými dividendovými politikami, ktoré sa v súčasnosti využívajú sú:

1. Stabilná dividendová politika
2. Pasívna reziduálna dividendová politika
3. Dividendová politika zameraná na udržiavanie konštantnej výšky dividendového podielu

Stabilná dividendová politika je zameraná na udržiavanie stabilnej výšky vyplácanej dividendy, udávanej v peňažných jednotkách. Akciová spoločnosť sa rozhoduje o navýšení dividendy len v prípade, že bude schopná v budúcnosti vyplácať zvýšenú dividendu. K znižovaniu dividend pristupujú spoločnosti v prípade stabilnej dividendovej politiky len výnimočne, nakoľko pokles vyplácanej dividendy vysiela zlý signál o spoločnosti a jej budúcnosti.

Pasívna reziduálna dividendová politika je zameraná predovšetkým na zadržanie prevažnej časti zisku v spoločnosti a jeho reinvestícia do investičných príležitostí. Spoločnosť pristupuje k vyplácaniu dividend pasívne a vypláca iba zostatok zisku, ktorý jej zostane po financovaní investičných príležitostí. Spoločnosti využívajúce pasívnu reziduálnu politiku sa obvykle zameriavajú na udržanie podielu dlhu na vlastnom imaní pred vyplácaním dividend.

Uvažujme o spoločnosti so ziskom 100 000 EUR a politikou udržania podielu dlhu na vlastnom imaní na úrovni 0,6. Uvažujme ďalej o investičnej príležitosti pre firmu v objeme 110 000 EUR. Aby si spoločnosť udržala pomer dlhu a vlastného kapitálu, musí 41 250 EUR financovať použitím dlhu a 68 750 EUR financovať použitím vlastného kapitálu (pomer 41 250 EUR k 68 750 EUR je 0,6). Po financovaní projektu vo výške 68 750 EUR ostane spoločnosti 31 250 EUR na vyplatenie dividend v prípade, že spoločnosť neplánuje financovať ďalšie projekty.

Táto politika je založená na troch kľúčových faktoroch:

- plán investičných príležitostí,
- cieľová kapitálová štruktúra,
- náklady na cudzí kapitál.

Spoločnosť si musí v prvom rade stanoviť cieľovú kapitálovú štruktúru, ku ktorej sa musí približovať pri financovaní nových investičných príležitostí. Primárnym zdrojom

ich financovania je zadržaný zisk. V prípade, že po financovaní všetkých investičných príležitostí ostane firme kapitál, bude vyplácať dividendy z daného zostatku.

Dividendová politika zameraná na udržiavanie konštantnej výšky dividendového podielu je politika, pri ktorej spoločnosť vypláca dividendy v závislosti od zisku na akciu. Nevýhodou tejto politiky je značné kolísanie výšky dividendy, najmä v prípade štvrťročných dividend, pretože firmy nedokážu udržať rovnomernú výšku zisku v jednotlivých obdobiach (Investopedia, 2015).

1.6 Faktory ovplyvňujúce dividendovú politiku

Faktory, ktoré ovplyvňujú dividendovú politiku pôsobia na spoločnosti v rôznej miere. Môžeme ich rozdeliť na externé faktory, ktoré pôsobia z okolia spoločnosti a na interné faktory, ktoré pôsobia vo vnútri samotnej spoločnosti. Chovancová (2006) definuje nasledujúce faktory ovplyvňujúce dividendovú politiku:

- 1. Legislatívne faktory** – týkajú sa legislatívnej úpravy a vymedzenia finančných zdrojov, ktoré môže spoločnosť použiť na výplatu dividend, stanovenie pravidiel prerozdelenia zisku a podobne. Legislatívne faktory zahŕňajú aj zdaňovanie dividend a platenie odvodov z dividend, zdaňovanie kapitálových ziskov a zisku spoločnosti. Stanovujú zároveň prioritu dividend na prioritné akcie pred bežnými. V niektorých krajinách existuje minimálny podiel zo zisku, ktorý musí byť vyplatený vo forme dividend. Takáto úprava však v podmienkach Slovenskej republiky zatiaľ neexistuje.
- 2. Finančné faktory** – predstavujú disponibilnú výšku hotovosti spoločnosti a tiež výšku zdrojov určených na dividendy. Spoločnosť si potrebuje udržiavať určitú úroveň likvidity, preto nemôže použiť na výplatu dividend všetky peňažné prostriedky. Zároveň musí pred vyplatením dividend dodržať povinné prídely do fondov tvorených zo zisku.
- 3. Objektívne faktory** – medzi objektívne faktory patria predovšetkým inflácia a veľkosť spoločnosti. Malé spoločnosti vyplácajú obvykle nižšie dividendy, pretože majú menej kapitálu a zároveň viac príležitostí na

investovanie. Mnoho malých spoločností má zároveň málo akcionárov, ktorí môžu preferovať rozvoj spoločnosti pred dividendami.

4. **Subjektívne faktory** – jedná sa o preferencie manažérov a akcionárov spoločnosti. Prevaha akcionárov s vysokými investičnými preferenciami bude viesť k nižším dividendám a naopak, prevaha investorov s nízkymi investičnými preferenciami bude viesť k vyšším dividendám.

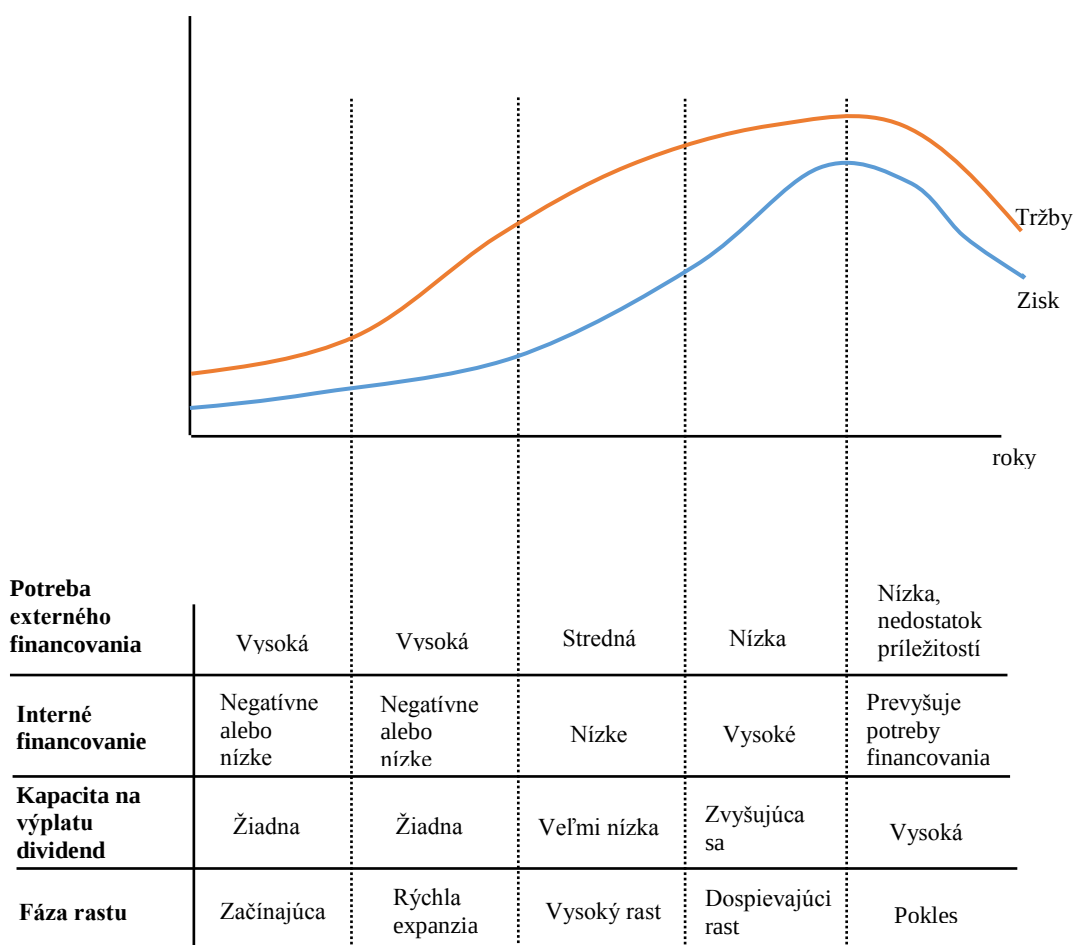
Seneque (1978) definuje faktory ovplyvňujúce dividendovú politiku konkrétnejšie.

1. **Výška zisku spoločnosti** – najdôležitejší faktor dividendovej politiky.
2. **Cash flow spoločnosti** – pri vyplácaní dividend musí spoločnosť brať do úvahy aj očakávaný cash flow a s tým spojenú likviditu. Aj keď sú dividendy vyplácané vo forme akcií, investor musí brať do úvahy dopad daňových zákonov na takúto dividendu. Ak investor očakáva, že budúci diskontovaný tok dividend nepokryje jeho náklady na daňovú povinnosť, svoje akcie predá čo môže spôsobiť pokles ich ceny a hodnoty spoločnosti.
3. **Dopad daňových zákonov** – okrem vyššie spomenutej daňovej problematiky musíme brať do úvahy aj daň z príjmov investorov a daň zo zisku spoločnosti.
4. **Finančné potreby spoločnosti** – nikto nepochybuje o dôležitosti zadržaných ziskov pre účely financovania investičných príležitostí. Každá vyplatená dividendá má oportunitné náklady v podobe nerealizovaných príležitostí.
5. **Právne faktory** – odhliadnuc od daňových, obchodných a iných zákonov, spoločnosť môže byť obmedzená vo vyplácaní dividend aj svojimi veriteľmi rôznymi doložkami, prikazujúcimi napríklad splatiť všetky kupóny na dlhopisoch pred výplatou dividend.
6. **Efekt dividendovej politiky na likviditu a solventnosť** – v období vysokej inflácie, kedy sa zvyšujú náklady na obnovu fixných a obežných aktív sa môže stať, že spoločnosť nebude schopná udržať stanovený výplatný pomer bez poklesu likvidity.
7. **Riziko nepriateľského prevzatia spoločnosti** – ak investori nie sú spokojní s dividendovou politikou, môžu začať predávať jej akcie čo spôsobí ich pokles ceny. V prípade, že cena akcií poklesne pod účtovnú

hodnotu spoločnosti na akciu, spoločnosť sa môže stať cieľom pre akvizíciu alebo nepriateľské prevzatie inou spoločnosťou.

8. **Kritika vysokých dividend** - v súvislosti s vysokými dividendami môže dôjsť k štrajkom pracovníkov, ktorí si uvedomujú vysoký výplatný pomer a zároveň znižujúcu sa kúpyschopnosť svojich zárobkov v období vysokej inflácie.

Schéma č. 2 Životný cyklus ako faktor ovplyvňujúci dividendovú politiku



Zdroj: vlastné spracovanie

9. **Životný cyklus spoločnosti** – dividendová politika spoločnosti je ovplyvnená aj životným cyklom spoločnosti. V skorých fázach rastu potrebuje spoločnosť zisk na rozvoj a výplata dividend začína až v neskorších fázach rastu. Vo fáze poklesu má spoločnosť málo investičných príležitostí a veľký objem hotovosti, preto je možné pozorovať zvyšujúce sa dividendy. Životný cyklus spoločnosti spolu s kapacitou na výplatu dividend popisuje schéma č. 2.

1.7 Ukazovatele dividendovej politiky

Dividendy vyplácané akciovými spoločnosťami sa obvykle merajú dvomi ukazovateľmi. Prvým z nich je dividendový výnos, ktorý sa vypočíta ako

$$\text{dividendový výnos} = \frac{\text{dividenda na akciu}}{\text{cena akcie}}$$

Dividendový výnos je významným ukazovateľom, nakoľko vypovedá o výnosnosti investície pochádzajúcej z dividend. Zároveň je súčasťou celkovej návratnosti akcie, ktorá sa skladá z dividendovej výnosnosti a zhodnotenia ceny akcie. Niektorí investori využívajú tento ukazovateľ ako ukazovateľ rizika a ako kritérium výberu akcií do portfólia.

Druhým významným ukazovateľom je dividendový výplatný pomer, ktorý dáva do pomeru vyplatenú dividendu so ziskom spoločnosti za dané obdobie, vid'. vzorec.

$$\text{dividendový výplatný pomer} = \frac{\text{dividendy}}{\text{zisk}}.$$

Ukazovateľ sa využíva pri odhadovaní budúcich dividend, pretože mnohí analytici odhadujú rast zisku namiesto rastu dividend. Z dividendového výplatného pomeru sa odvodzuje retenčný ukazovateľ, tzv. ukazovateľ zadržaných ziskov, ktorý sa vypočíta ako

$$\text{Retenčný ukazovateľ} = 1 - \text{dividendový výplatný pomer}.$$

Výplatný pomer väčší ako 100 % naznačuje, že spoločnosť vyplatila vyššie dividendy ako je jej zisk.

1.8 Zdaňovanie dividend v Slovenskej republike

Politika zdaňovania dividend sa v jednotlivých krajinách vo svete líši a jedným z dôležitých faktorov, ktoré následne ovplyvňujú dividendové politiky spoločností podľa aktuálne platnej legislatívy v krajine sídla spoločnosti alebo krajine, odkiaľ pochádza majoritná časť akcionárov. Zdaňovanie dividend je v Slovenskej republike upravené v Zákone zo 4. decembra 2003 o dani z príjmov. Zdaňovanie dividend sa na Slovensku zrušilo od začiatku roka 2004. Podľa § 3 ods. 2 písm. c) Zákona o dani z príjmov *„predmetom dane nie je podiel na zisku (dividenda) vyplácaný zo zisku obchodnej spoločnosti alebo družstva, určeného na rozdelenie osobám, ktoré sa podieľajú na ich základnom imaní alebo členom štatutárneho a dozorného orgánu tejto obchodnej spoločnosti alebo družstva, aj keď sú zamestnancami tejto obchodnej spoločnosti alebo družstva, vyrovňavací podiel, podiel na likvidačnom zostatku obchodnej spoločnosti alebo družstva a podiel na výsledku podnikania vyplácaný tichému spoločníkovi okrem podielu na výsledku podnikania vyplácaného tichému spoločníkovi verejnej obchodnej spoločnosti, podielu na zisku spoločníka verejnej obchodnej spoločnosti a komplementára komanditnej spoločnosti a okrem podielu spoločníka verejnej obchodnej spoločnosti a komplementára komanditnej spoločnosti na likvidačnom zostatku pri likvidácii spoločnosti a vyrovňavacieho podielu pri zániku účasti spoločníka vo verejnej obchodnej spoločnosti alebo pri zániku účasti komplementára v komanditnej spoločnosti; za obchodnú spoločnosť alebo družstvo sa považuje aj obdobná obchodná spoločnosť alebo družstvo so sídlom v zahraničí“*.⁵

Z dividend vyplatených v Slovenskej republike sa však platia zdravotné odvody podľa Zákona o zdravotnom poistení. Vymeriavacím základom sú tie nezdaňované dividendy, ktoré vznikli za účtovné obdobie až po 1.1.2011. Z podielov na zisku za roky 2004 až 2010 ako nezdaňovaných príjmov sa poistné nevypočítava a neplatí. Za dividendy od slovenskej spoločnosti vyplatené po 1.1. 2013 sa zdravotné odvody zaplatia nasledovne:

1. poistné sa platí preddavkovo (t. j. nie raz ročne podľa ročného zúčtovania poistného),
2. percentuálna sadzba pre výpočet poistného je 14 % (aj osoba so zdravotným postihnutím),

⁵ Predpis č. 595/2003 Z. z. Zákon o dani z príjmov.

3. platiteľom preddavku na poistné z týchto dividend je právnická osoba so sídlom na území Slovenskej republiky, ktorá podiely priznáva,
4. preddavok na poistné sa vypočítava z celej sumy prijatých dividend, ale najviac zo 60-násobku priemernej mesačnej mzdy pred dvoch rokov (v roku 2015 sa preddavok vypočítava najviac zo sumy 49 440 EUR; v roku 2014 sa preddavok vypočítaval najviac zo sumy 48 300 EUR),
5. celoročné poistné z príjmov z dividend a porovnanie so zaplatenými preddavkami na poistné sa vypočíta v ročnom zúčtovaní poistného (celoročné poistné za rok 2014 sa vypočíta maximálne zo sumy 48 300 EUR; v roku 2015 najviac z 49 440 EUR),
6. platiteľ dividend nemá inú registračnú alebo oznamovaciu povinnosť voči zdravotnej poisťovni (iba povinnosť vypočítať, vykázať a odvieť preddavok z dividend).

V prípade dividend vyplatených zahraničnou spoločnosťou sa zdravotné odvody zaplatia nasledovne:

1. poistné sa vypočítava a platí jednorazovo v ročnom zúčtovaní poistného,
2. percentuálna sadzba pre výpočet poistného je 14 % (aj osoba so zdravotným postihnutím),
3. platiteľom poistného z dividend vyplatených spoločnosťou, ktorá nemá sídlo na území Slovenskej republiky, je fyzická osoba, t. j. prijímateľ dividend,
4. vymeriavacím základom je celá suma prijatých dividend najviac 60-násobok priemernej mesačnej mzdy. Za rok 2014 sa poistné vypočíta maximálne zo sumy 48 300 EUR (v roku 2015 najviac zo sumy 49 440 EUR), podľa Zorientujte sa v platení odvodov (2015).

Osobitne je upravená problematika vyplatených dividend z výsledku hospodárenia spoločnosti za obdobie najneskôr do 31. 12. 2003. Od 1. 1. 2013 sa pre dividendy podľa § 51d Zákona o dani z príjmov ustanovil samostatný základ dane vtedy, ak zisk z roku 2003 a skorších rokov rozdelí obchodná spoločnosť alebo družstvo s neobmedzenou daňovou povinnosťou na území SR registrovaný na príslušnom daňovom úrade ako platiteľ dane po 31. 12. 2012. V súlade s § 51d Zákona o dani z príjmov sa daň z vyplatených dividend vyberie zrážkou podľa § 43 Z Zákona o dani z príjmov a uplatní sa sadzba dane 15 %. Za platiteľa dane sa považuje obchodná spoločnosť alebo družstvo, ktorá dividendy vyplatí. Podľa Zákona o zdravotnom

poistení sa na tieto dividendy nevzťahuje povinnosť platiť poisťné na zdravotné poistenie.

2 CIEĽ PRÁCE

Hlavným cieľom diplomovej práce je pomocou analýzy vyplatených dividend a interných faktorov vybraných akciových spoločností obchodovaných na Burze cenných papierov v Bratislave identifikovať a vyhodnotiť dopad jednotlivých faktorov na vyplatené dividendy a dividendovú politiku. Pre naplnenie hlavného cieľa práce boli zadefinované viaceré čiastkové ciele. V teoretickej časti boli stanovené nasledovne:

- stručne definovať podnikanie, ako východisko pre vznik spoločností a interpretovať históriu vzniku akciových spoločností ako základ pre vznik dividendovej politiky,
- charakterizovať akciu ako vlastnícky cenný papier, predstavujúci podiel na majetku akciovej spoločnosti, definovať súčasné podoby akcií a rozdiely medzi jednotlivými podobami, definovať skupiny akcií v závislosti od výnosového a rizikového profilu akcie,
- charakterizovať zisk, ktorý je predmetom dividendovej politiky a o ktorom sa spoločnosti rozhodujú, či ho použiť na výplatu dividend, reinvestíciu do potenciálnych projektov alebo iným spôsobom, o ktorom rozhoduje valné zhromaždenie akciovej spoločnosti,
- charakterizovať dividendy, ich druhy, formy a rozdiely medzi nimi, výhody a nevýhody z pohľadu vyplácajúcej akciovej spoločnosti a z pohľadu investora a majiteľa akcií a popísať model vyplácania dividend, ktorý určuje postupnosť od schválenia až po vyplatenie dividend a s tým spojenú zmenu ceny akcie na kapitálovom trhu,
- definovať jednotlivé školy dividendovej politiky a popísať ich myšlienkovú podstatu, prípadne súčasné využitie a predstaviť danú dividendovú politiku,
- popísať stabilnú, pasívnu a reziduálnu dividendovú politiku ako dividendovú politiku, ktoré sú v súčasnosti najvyužívanejšie akciovými spoločnosťami v celom svete,
- definovať faktory, ktoré môžu ovplyvňovať dividendovú politiku spoločnosti a popísať spôsob jednotlivých faktorov, ako ovplyvňujú vedenie akciových spoločností pri rozhodovaní sa o dividendovej politike,

- interpretovať súčasný stav zdaňovania a platenia zdravotných odvodov z dividend, získaných od spoločnosti sídliacej v Slovenskej republike alebo v zahraničí.

K dosiahnutiu hlavného cieľa a objektívnemu zanalyzovaniu dopadu interných faktorov na dividendové politiky slovenských akciových spoločností sme si v praktickej časti diplomovej práce stanovili nasledujúce parciálne ciele:

- charakterizovať historický vývoj dividendovej politiky vo svete pomocou vývoja dividendového výnosu a vyplatených dividend spoločnosťami zahrnutými v indexe S&P 500, spolu s poukázaním počet spoločností meniacich dividendovú politiku počas obdobia od roku 1999 až po súčasnosť,
- zostaviť a interpretovať korelačnú maticu interných faktorov ovplyvňujúcich objem vyplatených dividend ako hlavný nástroj našej analýzy,
- overiť štatistickú signifikantnosť vypočítaných hodnôt korelácie pomocou určenej štatistickej metódy,
- vytvoriť a interpretovať regresnú analýzu niektorých vybraných faktorov, ktoré môžu determinovať dividendovú politiku,
- zanalyzovať dopad zmeny štruktúry akcionárov na vzorke akciových spoločností na dividendovú politiku a dividendový výplatný pomer spoločnosti,
- vyvodiť záver z vykonanej analýzy.

Pre úspešné naplnenie hlavného a parciálnych cieľov práce je nevyhnutné stanoviť si výskumné hypotézy, ktorých potvrdenie, prípadne vyvrátenie definuje výskumné zameranie práce.

Hypotéza č. 1: „Dividendovú politiku spoločnosti determinujú finančné ukazovatele spoločnosti, ktoré majú silnú vysvetľovaciu schopnosť vzhľadom k objemu vyplatených dividend“.

Hypotéza č. 2: „Všetky skúmané determinanty majú pozitívny vplyv na množstvo vyplatených dividend“.

Intuíciou za takto formulovanými hypotézami je, že pozitívna zmena v skúmaných determinantoch vedie k lepším finančným výsledkom spoločnosti, čo by sa malo hypoteticky pozitívne prejaviť na množstve vyplatených dividend.

3 METODIKA PRÁCE

Dividendová politika akciovej spoločnosti a faktory, ktoré ju ovplyvňujú je atraktívna téma, ktorej spracovanie má však určité obmedzenia v prostredí kapitálových trhov v Slovenskej republike. Kapitálový trh na Slovensku má relatívne krátku históriu a málo spoločností, ktoré vyplácajú dividendy na pravidelnej báze, preto sme počas písania diplomovej práce narážali na obmedzenie v podobe dostupných dát.

Spracovaniu teoretickej časti predchádzal zber údajov predovšetkým z knižných a elektronických dokumentov, následná selekcia zozbieraných údajov a ich interpretácia. V rámci praktickej časti diplomovej práce bol zber údajov nemenej dôležitý, nakoľko sme pre potreby analýzy dopadu interných faktorov na dividendovú politiku spoločnosti potrebovali získať ekonomické údaje o jednotlivých spoločnostiach počas daného obdobia podrobeného analýze. Údaje sme získavali najmä zo zverejnených výročných správ spoločností na ich webových stránkach, z webových stránok prestížnych spoločností ako sú Standard&Poor's, Bloomberg, štatistického úradu Európskej únie a podobne. S dostupnosťou výročných správ sme u väčšiny akciových spoločností problém nemali, okrem jedného prípadu, kedy spoločnosť nemala zverejnené výročné správy z pred roku 2007. Ich následnou syntézou sme dáta skompletizovali do logického celku a pomocou komparácie ich navzájom porovnávali. Pre určenie vzájomného vzťahu medzi jednotlivými internými faktormi a dividendovou politikou spoločností sme skonštruovali korelačnú maticu, v ktorej sa nachádzajú hodnoty korelácie jednotlivých faktorov s objemom vyplateným v podobe dividend v danom roku. Jednotlivé korelačné hodnoty sme následne porovnávali s kritickými hodnotami Pearsonovho korelačného koeficientu, vďaka ktorému sme mohli určiť štatistickú významnosť jednotlivých korelácií. Pre robustnosť a dosiahnutie väčšej miery presnosti analýzy boli niektoré determinanty analyzované aj regresnou analýzou založenou na metóde najmenších štvorcov. Tvar odhadu modelu je nasledovný:

$$Div = \alpha + \beta_1 R + \beta_2 VHpred + \beta_3 VHpo + \beta_4 ROA + \beta_5 Assets + \beta_6 ROE + \varepsilon \quad (1)$$

Div predstavuje v regresnej rovnici množstvo vyplatených dividend v mil. €, R vyjadruje výnosy z podnikateľskej činnosti v mil. €, VHpred a VHpo zastupujú výsledky hospodárenia pred a po zdanení v mil. €, ROA je ukazovateľ rentability aktív, ROE je ukazovateľ výnosov z vlastného kapitálu (vyjadrené v percentách) a Asset

predstavuje aktíva spoločností vyjadrené v mil. €. Použité dáta sú dostupné vo výročných správach jednotlivých spoločností.

Počas spracovávanía praktickej časti sme využívali grafický a tabuľkový editor Microsoft Excel, v ktorom sme vďaka predprogramovaným vzorcom CORREL, STDEV.S a AVERAGE vypočítali hodnoty korelácie a koeficienty variácie pre jednotlivé faktory a akciové spoločnosti. V uvedenom editore sme zároveň vytvárali všetky tabuľky, grafy a schémy použité v diplomovej práci. Regresná analýza a testy na multikolinearitu jednotlivých odhadov boli vyhotovené v open-source ekonometrickom programe Gretl. V záverečnej časti diplomovej práce sme vďaka predchádzajúcej analýze, získaným poznatkom o stave a vývoji dividendovej politiky vo svete a pomocou využitia metódy syntézy vyvodili záver, ku ktorému sme sa dopracovali. Vyvedené závery sme podložili aj výsledkami štúdií od zahraničných autorov a inštitúcií.

4 VÝSLEDKY PRÁCE

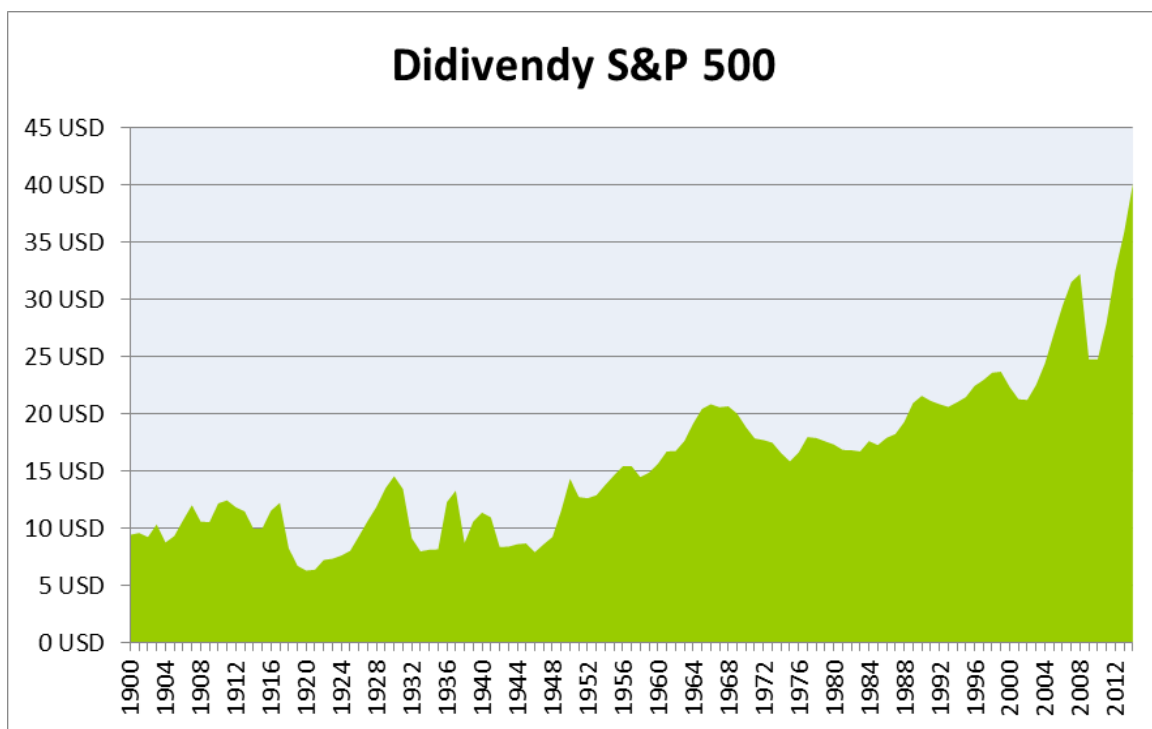
V nasledujúcej kapitole sa venujeme výsledkom práce, ktorým bolo pomocou analýzy vyplatených dividend a interných faktorov vybraných akciových spoločností obchodovaných na Burze cenných papierov v Bratislave zanalyzovať dopad jednotlivých faktorov na vyplácané dividendy a dividendovú politiku. Predmetom analýzy sú spoločnosti z finančného sektora, ktorých akcie sú obchodované na Burze cenných papierov v Bratislave, konkrétne spoločnosti Allianz – Slovenská poisťovňa, a.s., Sberbank Slovensko, a.s., Tatra banka, a.s. a Všeobecná úverová banka, a.s. Dôvodom výberu bola skutočnosť, že uvedené firmy vyplácajú alebo od roku 2005 historicky vyplácali dividendy. Na burze cenných papierov v Bratislave sú obchodované aj iné spoločnosti z finančného sektora, no žiadna z nich nevypláca dividendy (Slovenské akcie - dividendy, zisky, tržby, 2015).

4.1 Vývoj dividendovej politiky vo svete

Zhodnotiť historický vývoj a trendy dividendovej politiky vo svete je pomerne zložité. No relatívne vhodný nástroj na posúdenie celkového vývoja akciového trhu nám ponúkajú akciové indexy. Na zhodnotenie dividendového vývoja použijeme akciový index S&P 500, ktorý je považovaný za najlepšiu mierku vývoja trhu a jeho hodnota bola prvýkrát zverejnená v roku 1957 spoločnosťou Standard Poor's. Na svete je naviazaných na vývoj indexu S&P 500 približne 7,8 trilióna USD. Index obsahuje 500 akcií svetových spoločností, ktoré pokrývajú približne 80 % celosvetovej trhovej kapitalizácie (McGraw Hill Financial, 2015).

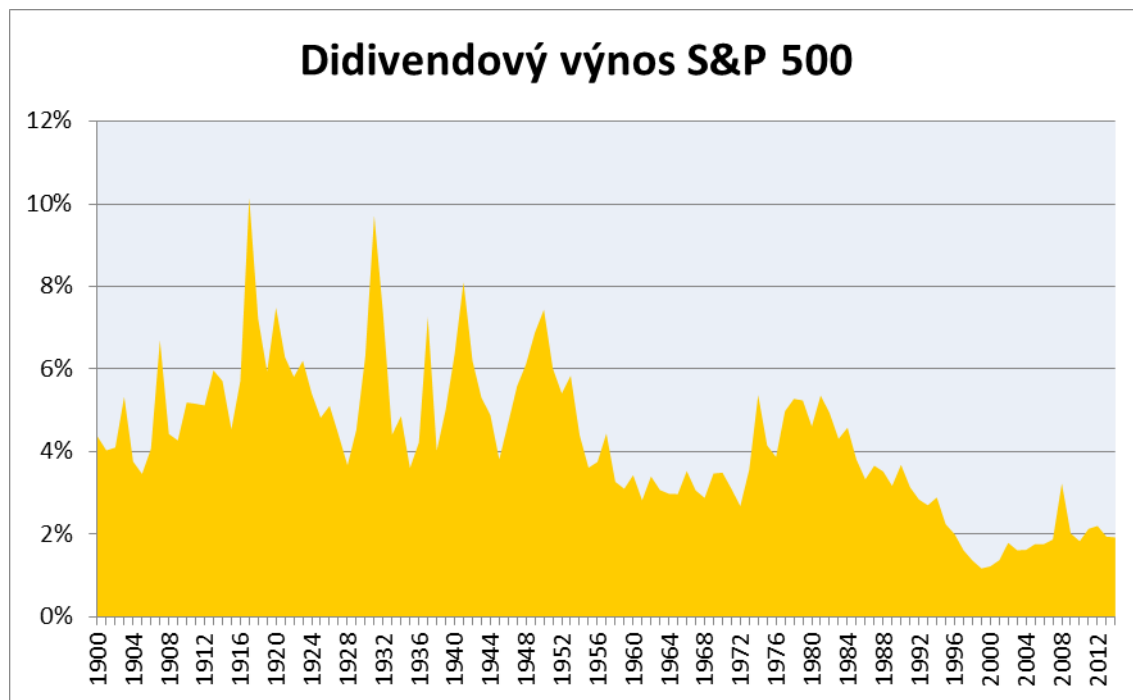
Pri pohľade na výšku vyplatených dividend spoločností v indexe S&P 500 v histórii je zrejmé, že v absolútnej hodnote výška dividend stúpa od konca 2. svetovej vojny, v roku 1945, vid'. graf č. 2 a príloha č. 2. Zaujímavosťou ale je, že dividendový výnos v čase klesá, vid'. graf č. 3 a príloha č. 2. Kombinácia uvedených dvoch skutočností naznačuje, že cena akcie indexu S&P stúpala rýchlejšie ako hodnota vyplácaných dividend, čo môže naznačovať upúšťanie spoločností od politiky vysokých dividend a zameranie sa skôr na rast ceny akcií.

Graf č. 2 Vývoj dividendy na akciu indexu S&P 500



Zdroj: S&P 500 Factset Dividend Quarterly. 2015. [online]. [cit. 2015.08.14]. Dostupné na internete: http://www.factset.com/websitefiles/PDFs/dividend/dividend_3.17.15.

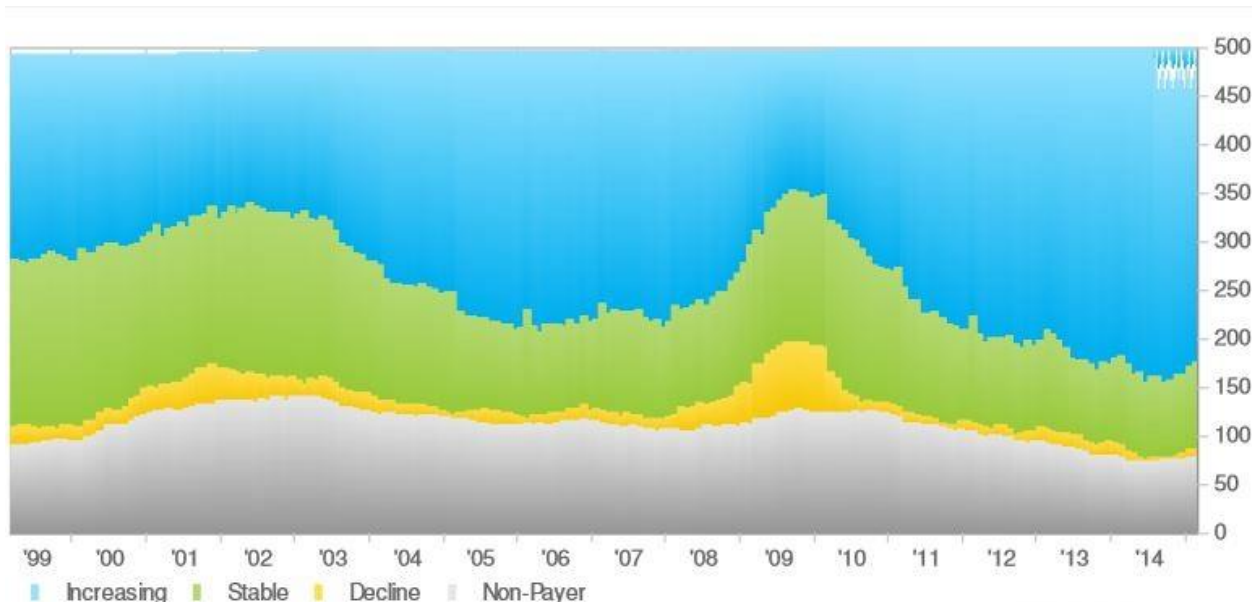
Graf č. 3 Vývoj dividendového výnosu na akciu S&P 500



Zdroj: S&P 500 Factset Dividend Quarterly. 2015. [online]. [cit. 2015.08.14]. Dostupné na internete: http://www.factset.com/websitefiles/PDFs/dividend/dividend_3.17.15.

Vývoj dividend a dividendovej politiky spoločností zahrnutých do indexu S&P 500 boli ovplyvnené stavom globálnej ekonomiky. V súčasnosti prevláda stav, kedy spoločnosti pristupujú častejšie k zvyšovaniu dividend, ako k ich znižovaniu, aj vďaka pozitívnemu vývoju ekonomiky. Z grafu č. 4 je zároveň viditeľný pokles počtu spoločností v obdobiach recesie, resp. poklesu rastu globálnej ekonomiky, ktoré zvyšovali vyplácané dividendy. V období 1999 až 2003 a 2008 až 2010 prevládali v spoločnostiach dividendové politiky zamerané na udržanie, resp. zníženie vyplácaných dividend.

Graf č. 4 Vývoj počtu spoločností zvyšujúcich, udržiavajúcich, znižujúcich a nevyplácajúcich dividend



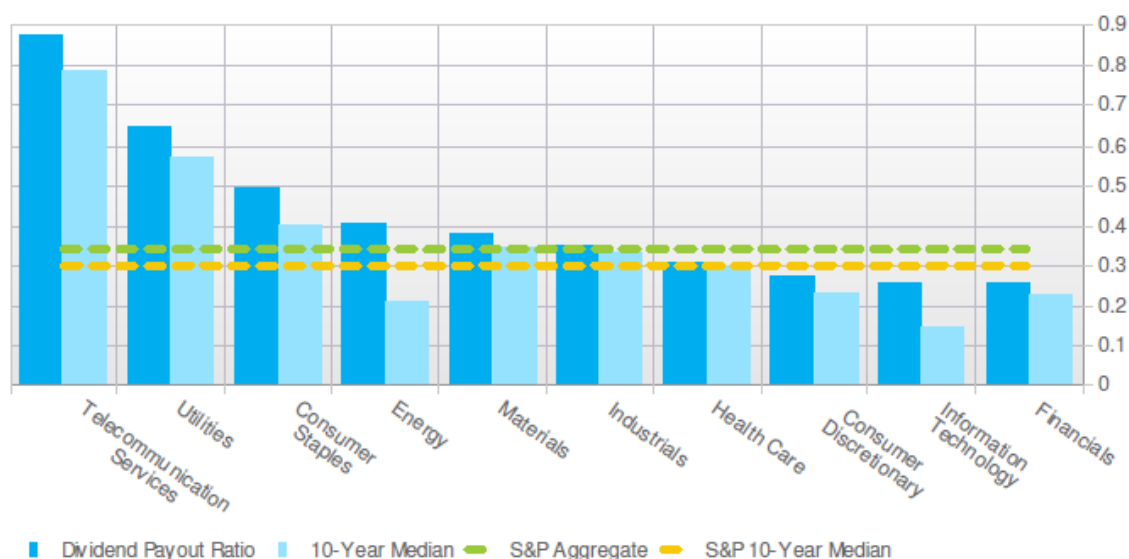
Zdroj: S&P 500 Factset Dividend Quarterly. 2015. [online]. [cit. 2015.08.14]. Dostupné na internete: <http://www.factset.com/websitefiles/PDFs/dividend/dividend_3.17.15>.

Najstabilnejší počet spoločností bol počas obdobia od roku 1999 do roku 2014 v skupine spoločností, ktoré dividendy vôbec nevyplácali. Zaujímavosťou je, že v období finančnej a hospodárskej krízy od roku 2008 pristúpilo omnoho viac spoločností k zníženiu dividend ako v období po roku 2000, kedy klesali ceny akcií najmä kvôli takzvanej dot-com bubline⁶ a pristúpili skôr k nevyplácaniu dividend. V súčasnosti zvyšuje dividendy najviac spoločností od začiatku sledovaného obdobia. Trend zvyšujúcich sa dividend by mal podľa Bloomberg Dividend Forecasting Team

⁶ **Dot-com bublina** – označenie pre obdobie, počas ktorého nadmerne narástla hodnota firiem pôsobiacich v sektore technológií a internetu. Za vrchol bubliny sa označuje začiatok roka 2000.

v roku 2015 naďalej pokračovať, ako uvádzajú vo svojej štúdii (Bloomberg, 2015). Predpokladajú, že 16 z 19 odvetví zvýši v danom roku dividendy aj napriek neistej situácii s Gréckom, kvantitatívne uvoľňovaniu zo strany Európskej centrálnej banky a pomalšiemu rastu Európskych ekonomík. Medzi sektory, u ktorých sa očakáva zníženie dividend patrí ťažba ropy a plynu a stavebníctvo, najmä vďaka klesajúcim cenám komodít a klesajúcemu dopytu. Dividendová politika a dividendový výplatný pomer sa odlišuje v spoločnostiach aj v závislosti od sektora, v ktorom pôsobia. Spoločnosti pôsobiace v určitých sektoroch (analyzované ďalej) môžu vďaka povahe svojej podnikateľskej činnosti vyplácať vyššiu časť zisku v podobe dividend. Mladšie a menšie spoločnosti zväčša nevyplácajú dividendy, alebo vyplácajú iba nízku časť zisku v podobe dividend a väčšinu zisku reinvestujú do rastu a vývoja. Spoločnosti s vysokým výplatným pomerom sú zväčša spoločnosti silné, s dlhoročnou tradíciou a silným postavením na trhu, ktoré nepodliehajú ekonomickým cyklom. Kým majú uvedené spoločnosti vysoké kapitálové výdavky, bežné výdavky na chod spoločnosti a marketing sú v pomere s veľkosťou spoločnosti omnoho nižšie ako v prípade malých spoločností.

Graf č. 5 *Dividendový výplatný pomer a jeho priemer vo vybraných sektoroch*



Zdroj: S&P 500 Factset Dividend Quarterly. 2015. [online]. [cit. 2015.08.14]. Dostupné na internete: <http://www.factset.com/websitefiles/PDFs/dividend/dividend_3.17.15>.

Najvyšší výplatný pomer majú historicky spoločnosti zo sektoru telekomunikácií, dodávky energií a spotrebného tovaru, vid'. graf č. 5 (Investopedia, 2015). Najnižší

výplatný pomer majú spoločnosti zo sektoru technológií a finančného sektoru, kde pôsobí mnoho malých a nových spoločností s malým postavením na trhu, ktoré ešte nedosahujú také úrovne zisku, aby si mohli dovoliť vyplácať dividendy v značnom rozsahu a majú vysokú potrebu kapitálu na rozvojové projekty.

4.2 Výsledky spoločností

Aby sme mohli zanalyzovať dopad interných faktorov na dividendovú politiku jednotlivých spoločností, musíme poznať podstatu podnikateľskej činnosti analyzovaných spoločností spolu s vývojom najdôležitejších ekonomických ukazovateľov. Pre účely našej analýzy sme vyselektovali štyri spoločnosti, ktorých akcie sa obchodujú na Burze cenných papierov v Bratislave, pôsobia v slovenskom finančnom sektore a od roku 2005 vyplácali dividendy aspoň raz. Jedná sa o spoločnosti Allianz-Slovenská poisťovňa, a.s., Sberbank Slovensk, a.s., Tatra banka, a.s. a Všeobecná úverová banka, a.s.. Majoritnými vlastníkami všetkých analyzovaných spoločností sú zahraničné holdingové spoločnosti, čo môže byť jedným z dôvodov vyplácania vysokých dividend uvedených spoločností ako preferencie vlastníkov. Preto je pri investovaní do uvedených podnikov potrebné myslieť na vlastnícku štruktúru, ktorá ovplyvňuje dividendovú politiku spoločnosti a zhodnotiť, či sa preferencie potenciálneho kupca minoritnej časti akcií zhodujú s preferenciami majoritných vlastníkov. Kombinácia zahraničného vlastníctva spoločností s vysokým dividendovým výplatným pomerom sa môže javiť ako nevýhoda pre Slovenskú republiku, nakoľko sa jedná o odčerpávanie zisku vlastníkami do zahraničia.

4.2.1 Allianz – Slovenská poisťovňa, a.s.

Allianz – Slovenská poisťovňa, a.s. patrí medzi lídrov na trhu so životným a neživotným poistením s viac ako 20-ročnou históriou na slovenskom poistnom trhu. Dlhoročným majoritným akcionárom spoločnosti je Allianz New Europe Holding GmbH s podielom na základnom imaní v roku 2014 vo výške 99,61 %. Allianz-Slovenská poisťovňa, a.s. má v súčasnosti emitovaných 6 738 650 kusov akcií. Z toho sa 1 500 000 akcií s menovitou hodnotou 33,19 EUR (pôvodne 1 000 SKK pred konverziou na EUR) obchoduje na Burze cenných papierov v Bratislave od 1. mája

2008. Spoločnosť dosahuje dlhodobý kladný výsledok hospodárenia v každom roku, vid'. tabuľka č. 2.

Tabuľka č. 2 Ekonomické ukazovatele spoločnosti Allianz - Slovenská poisťovňa, a.s.

v tis. EUR/ v ks		Výnosy	VH pred zdanením	VH po zdanení	Cashflow z prevádzkovej činnosti	ROA	Aktíva	ROE	ZI	Vlastný kapitál	Počet akcií	Dividendy	div/ZI
Allianz - Slovenská poisťovňa, a.s.	2014	465 692	86 564	77 944	202 356	3,76%	2 301 547	19,18%	194 803	451 435	6 738 650	75 986	39,01%
	2013	459 459	77 826	58 785	67 612	3,47%	2 245 663	14,98%	194 803	519 547	6 738 650	53 007	27,21%
	2012	464 920	58 785	48 257	155 439	2,64%	2 223 291	10,82%	194 803	543 214	6 738 650	46 008	23,62%
	2011	460 991	124 783	98 776	78 799	5,71%	2 183 893	22,17%	194 803	562 851	6 738 650	96 527	49,55%
	2010	466 273	67 146	56 212	60 949	3,08%	2 182 172	12,26%	194 803	547 537	6 738 650	60 398	31,00%
	2009	472 645	108 245	88 216	602	5,08%	2 129 760	19,95%	194 803	542 708	6 738 650	50 077	25,71%
	2008	474 281	86 536	70 857	127 135	4,25%	2 035 117	17,29%	194 803	500 562	6 738 650	54 545	28,00%
	2007	466 363	141 584	116 052	64 509	7,12%	1 988 316	30,20%	194 803	468 748	6 738 650	54 545	28,00%
	2006	NEDOSTUPNÉ DÁTA											
	2005												

Zdroj: Výročné správy spoločnosti Allianz – Slovenská poisťovňa a.s. za roky 2007-2014, vlastné spracovanie

Allianz – Slovenská poisťovňa, a.s. dosiahla v roku 2014 výsledok hospodárenia pred zdanením vo výške takmer 78 mil. EUR z tržieb vo výške takmer 467 mil. EUR. Od roku 2011 vykazuje každý rok stabilný nárast výnosov, čomu zodpovedá aj nasledujúci graf č. 6 predstavujúci vývoj ceny akcie na burze od 14.9.2010 do 17.8.2015. Cena akcie stúpila od 14.9.2010, kedy sa obchodovala na úrovni 112,20 EUR za akciu na hodnotu 180,70 EUR dňa 17.8.2015. Tento nárast predstavuje nárast vo výške 61 % za uvedené obdobie 5 rokov, a zhodnotenie 10 % p.a.. Naopak, výsledok hospodárenia po zdanení nevykazoval historicky stabilný nárast, ktorý ešte stále nedosiahol úroveň z roku 2011 vo výške 124 783 tis. EUR. Spoločnosť vyplátila v roku 2014 dividendy v celkovom objeme takmer 76 mil. EUR, čo predstavuje takmer 100%-ný dividendový výplatný pomer zo zisku takmer 78 mil. EUR. Súčasný objem vyplatených dividend však stále nedosahuje úroveň z roku 2011, kedy spoločnosť vyplátila dividendy v objeme 96 mil. EUR. Objem vyplatených dividend spoločnosti Allianz-Slovenská poisťovňa, a.s. tesne kopíruje vývoj výsledku hospodárenia po zdanení v posledných 5 rokoch.

Graf č. 6 Vývoj ceny akcie spoločnosti Allianz – Slovenská poisťovňa, a.s.



Zdroj: FINANZEN 100. [online]. [cit. 2015.08.14]. Dostupné na internete: http://www.finanzen100.de/aktien/allianz-slovenska-poisrovna-as-wkn-120136_H481367056_8301381/chart.html.

4.2.2 Sberbank Slovensko, a.s.

Sberbank Slovensko, a.s. je relatívnym nováčikom na bankovom trhu v Slovenskej republike. Spoločnosť prišla na slovenský trh v roku 2012, kedy banku VOLKSBANK Slovensko, a.s. odkúpila ruská spoločnosť Sberbank Europe AG, ktorej zakladateľom je Ruská centrálna banka. V súčasnosti vlastní Sberbank Europe AG 99,50 % podiel na základnom imaní v spoločnosti Sberbank Slovensko, a.s. Pôvodné štyri emisie akcií spoločnosti VOLKSBANK Slovensko, a.s. prebrala spoločnosť Sberbank Slovensko, a.s.. Jedná sa o emisie akcií na meno v menovitej hodnote 166 EUR a v objeme 99 704 kusov a akcií v nominálnej hodnote 186 EUR a objeme 89 549 kusov. Vývoj cien akcií jednotlivých emisií nie je možné zobrazit', nakoľko sú všetky emisie značne nelikvidné. Od 14.9.2011 sa na Burze cenných papierov v Bratislave uzatvorilo iba 7 obchodov s akciami VOLKSBANK v objeme 17 kusov, z toho 13 v roku 2013 a 2 kusy v rokoch 2014 a 2015.⁷ Ekonomické ukazovatele spoločnosti Sberbank Slovensko, a.s. zobrazuje tabuľka č. 3.

⁷ <http://www.bsse.sk/Obchodovanie/Uzavret%C3%A9obchody.aspx>

Tabuľka č. 3 Ekonomické ukazovatele spoločnosti Sberbank Slovensko, a.s.

v tis. EUR/ v ks		Výnosy	VH pred zdanením	VH po zdanení	Cashflow z prevádzkovej činnosti	ROA	Aktíva	ROE	ZI	Vlastný kapitál	Počet akcií	Dividendy	div/ZI
Sberbank Slovensko, a.s.	2014	59 554	15 239	11 167	-91 714	0,75%	2 023 194	6,99%	65 743	218 007	372 563	0	0,00%
	2013	53 200	6 629	3 869	-77 557	0,33%	2 031 665	3,27%	65 743	202 476	372 563	0	0,00%
	2012	43 948	-66 234	-47 726	-97 453	-3,79%	1 748 369	-40,59%	52 800	163 164	294 591	0	0,00%
	2011	52 809	-5 703	-4 584	90 362	-0,36%	1 597 343	-4,49%	33 207	127 152	189 254	0	0,00%
	2010	49 399	3 308	2 035	-98 645	0,25%	1 329 942	2,60%	33 207	127 086	189 254	0	0,00%
	2009	31 358	-7 278	-8 107	-36 189	-0,52%	1 411 966	-5,73%	33 207	127 112	189 254	0	0,00%
	2008	57 124	15 696	10 523	48 354	1,03%	1 530 011	11,70%	33 194	134 178	189 254	3 153	9,50%
	2007	57 270	13 031	10 423	-88 417	1,01%	1 287 226	9,69%	33 194	134 504	189 254	5 808	17,50%
	2006	51 564	9 792	7 889	23 289	0,81%	1 204 084	7,42%	33 194	131 885	189 254	4 730	14,25%
	2005	47 744	9 567	8 599	27 998	0,90%	1 067 607	7,09%	33 194	134 978	189 254	7 468	22,50%

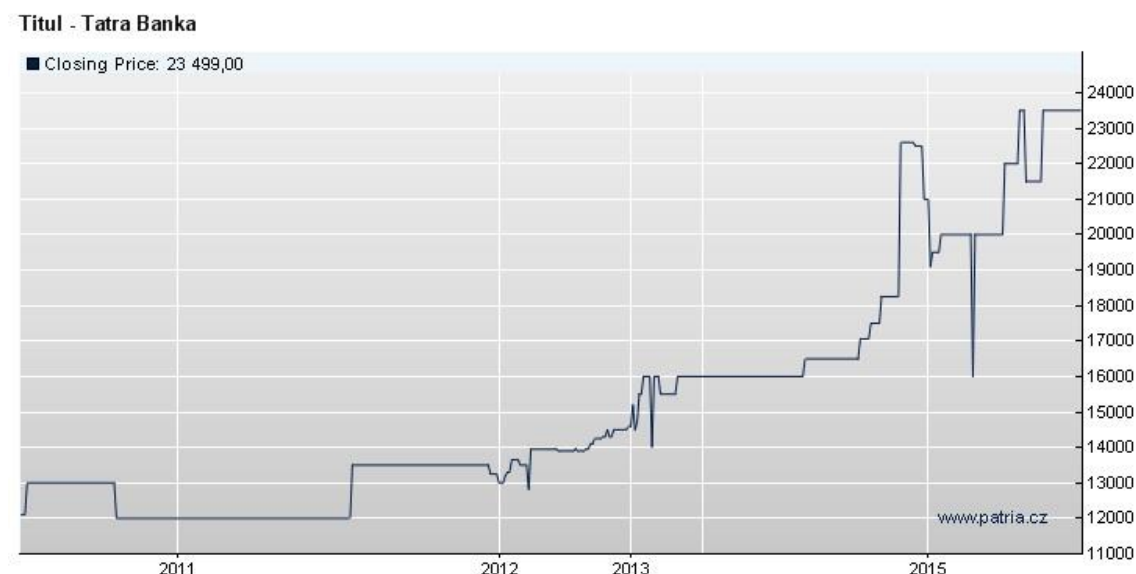
Zdroj: Výročné správy spoločnosti Sberbank Slovensko a.s. za roky 2005-2014, vlastné spracovanie.

Sberbank Slovensko, a.s. dosiahla v roku 2014 kladný výsledok hospodárenia po zdanení vo výške 11 mil. EUR. Spoločnosť vykazuje dlhodobý záporný cashflow z prevádzkovej činnosti, čo je ukazovateľom nedostatočnej tvorby hotovosti z hlavnej podnikateľskej činnosti a môže byť dôsledkom zlého cash manažmentu, resp. v prípade banky neefektívnym vymáhaním pohľadávok alebo predčasným uhrádzaním záväzkov. Spoločnosť nevyplácala dividendy od roku 2009, čo je zrejme dôsledok zlých ekonomických výsledkov v kombinácii s postupnou zmenou vlastníkov banky. Sberbank Europe AG potvrdila, že uvažuje v súčasnosti o odchode zo Slovenského trhu, čo bude mať za následok ďalšiu zmenu v akcionárskej štruktúre.

4.2.3 Tatra banka, a.s.

Tatra banka, a.s. pôsobí na Slovensku od roku 1990 a patrí medzi tri najväčšie banky na Slovensku. Dlhoročným majoritným akcionárom banky bola spoločnosť Raiffeisen Bank International AG a v súčasnosti ním je Raiffeisen CEE Region Holding GmbH, Wien s podielom na základnom imaní vo výške 78,78 %. Tatra banka, a.s. má v súčasnosti emitovaných 1 926 068 kusov akcií, z čoho sa obchoduje na Burze cenných papierov v Bratislave iba 62 706 kusov s menovitou hodnotou 800 EUR a 4 000 EUR. Prvá emisia akcií bola prijatá na obchodovanie dňa 11. 9. 1998 a je zároveň najviac obchodovanou emisiou akcií Tatra banky, a.s.. Cena akcie s menovitou hodnotou 800 EUR stúpila od roku 2011 z ceny 12 000 EUR na cenu 23 499 EUR dňa 17.8.2015, vid'. graf č. 7. Tento nárast predstavuje nárast o vyše 95 % a zhodnotenie 14,38 % p.a.

Graf č. 7 Vývoj ceny akcie spoločnosti Tatra banka, a.s.



Zdroj: PATRIA. [online]. [cit. 2015.8.14]. Dostupné na internete: <http://www.patria.cz/akcie/1TAT01DE.BV/tatra-banka/graf.html>.

Uvedené zhodnotenie dopĺňa vysoké dividendy, ktoré Tatra banka svojim akcionárom vypláca, vid'. tabuľka č. 4.

Tabuľka č. 4 Ekonomické ukazovatele spoločnosti Tatra banka, a.s.

v tis. EUR/ v ks		Výnosy	VH pred zdanením	VH po zdanení	Cashflow z prevádzkovej činnosti	ROA	Aktíva	ROE	ZI	Vlastný kapitál	Počet akcií	Dividendy	div/ZI
Tatra banka, a.s.	2014	489 627	139 230	104 090	78 949	1,44%	9 664 296	16,35%	64 326	851 566	1 926 068	144 090	224,00%
	2013	482 336	128 624	100 561	-127 016	1,36%	9 453 403	14,59%	64 326	881 363	1 926 068	135 085	210,00%
	2012	491 839	134 953	108 927	-117 626	1,49%	9 046 558	14,69%	64 326	918 959	1 926 068	153 740	239,00%
	2011	492 433	179 897	146 036	120 838	1,97%	9 137 426	20,78%	64 326	865 690	1 926 068	85 232	132,50%
	2010	447 752	119 908	91 307	299 903	1,37%	8 731 443	16,86%	54 555	711 390	1 753 725	75 010	137,49%
	2009	454 768	116 072	90 800	-146 050	1,29%	8 977 254	17,23%	38 318	673 538	1 552 843	64 102	167,29%
	2008	584 098	165 967	131 308	291 999	1,57%	10 551 053	31,23%	38 318	531 415	1 552 843	61 883	161,50%
	2007	487 045	146 702	114 539	-238 044	1,75%	8 398 578	30,74%	37 419	477 261	1 279 761	37 902	101,29%
	2006	376 080	127 506	100 032	310 966	1,84%	6 931 577	29,87%	36 575	426 908	1 025 544	58 928	161,12%
	2005	292 941	96 059	78 475	-336 211	1,57%	6 118 977	25,71%	33 337	373 588	525 346	59 574	178,70%

Zdroj: Výročné správy spoločnosti Tatra banka a.s. za roky 2005-2014, vlastné spracovanie.

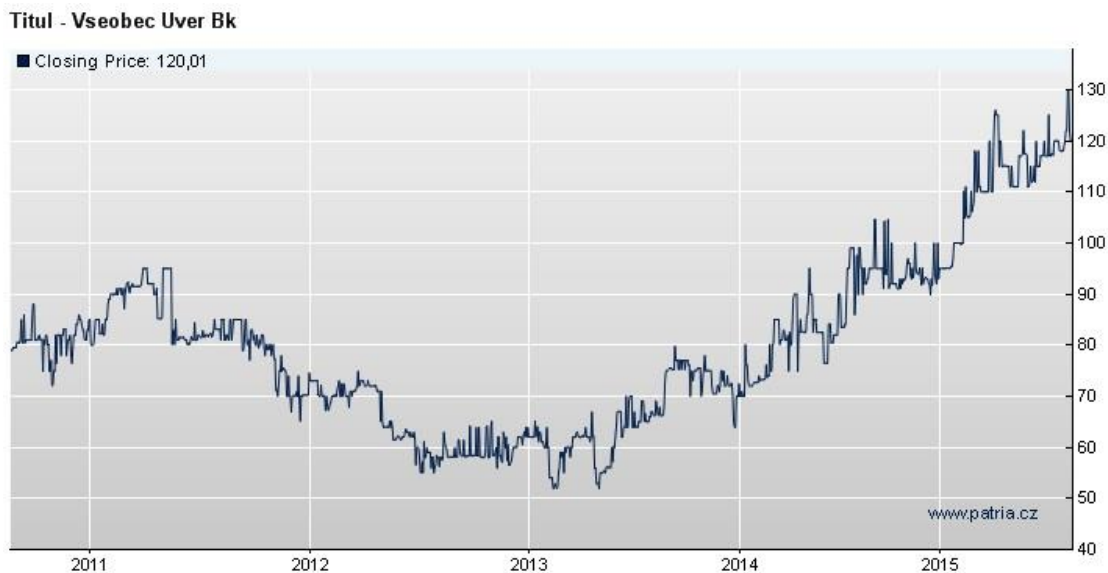
Tatra banka, a.s. vyplatila svojim akcionárom v roku 2014 dividendy v objeme vyše 144 mil. EUR, čo predstavuje dividendu vo výške 1 792 EUR na akciu v menovitej hodnote 800 EUR. Spoločnosť zároveň vyplatila v posledných troch rokoch na dividendách vyšší objem ako dosiahla výsledok hospodárenia, čo znamená že vykázala dividendový výplatný pomer vyšší ako 100 %. V prípade Tatra banky je zložité vysvetliť dôvod tak významného rastu ceny akcie, aký v posledných piatich rokoch zaznamenala aj napriek nezvyšujúcim sa výnosom a relatívne stabilnému výsledku

hospodárenia. Jedným z dôvodov, prečo dokáže spoločnosť vyplácať tak vysoké dividendy v porovnaní s menovitou hodnotou akcií je skutočnosť, že má najnižšie základné imanie spomedzi všetkých štyroch analyzovaných bánk, čo znamená, že emitovala nižší objem akcií.

4.2.4 Všeobecná úverová banka, a.s.

Všeobecná úverová banka, a.s. patrí spolu s predchádzajúcou bankou do trojky najväčších bánk na Slovensku s dlhodobou históriou od roku 1992. Všeobecná úverová banka, a.s. má spomedzi analyzovaných firiem najstabilnejšiu štruktúru akcionárov s väčšinovým podielom talianskeho holdingu Intesa Sanpaolo Holding International S.A. nad 96 % od roku 2005 a s podielom 97,02 % v roku 2014. Všeobecná úverová banka, a.s. emitovala 4 078 197 akcií v menovitej hodnote 33,20 EUR, z ktorých sa až 4 078 108 akcií obchoduje na Burze cenných papierov v Bratislave od roku 1997. Vývoj ceny akcie zobrazuje graf č. 8.

Graf č. 8 Vývoj ceny akcie spoločnosti Všeobecná úverová banka, a.s.



Zdroj: PATRIA. [online]. [cit. 2015.8.14]. Dostupné na internete: <<http://www.patria.cz/akcie/1VUB02AE.BV/vseobec-uver-bk/chart.html>>.

Akcie spoločnosti sú zďaleka najviac likvidné spomedzi akcií analyzovaných spoločností. V roku 2015 sa zatiaľ zobchodovalo 3 428 akcií, v roku 2014 10 523 akcií a v roku 2013 až 31 814 akcií. Nárast akcie z ceny 80 EUR na cenu 120 EUR

predstavuje nárast ceny o 50 % a zhodnotenie 8,48 % p.a.. Ekonomické ukazovatele spoločnosti uvádzame v tabuľke č. 5.

Tabuľka č. 5 Ekonomické ukazovatele spoločnosti Všeobecná úverová banka, a.s.

v tis. EUR/ v ks		Výnosy	VH pred zdanením	VH po zdanení	Cashflow z prevádzkovej činnosti	ROA	Aktíva	ROE	ZI	Vlastný kapitál	Počet akcií	Dividendy	div/ZI
Všeobecná úverová banka, a.s.	2014	656 650	189 602	145 759	-227 654	1,62%	11 698 955	14,79%	430 819	1 282 387	4 078 197	89 538	20,78%
	2013	665 247	179 710	135 096	154 081	1,56%	11 556 423	14,44%	430 819	1 244 293	4 078 197	84 347	19,58%
	2012	685 425	147 840	119 704	299 857	1,32%	11 215 957	12,30%	430 819	1 201 890	4 078 197	64 623	15,00%
	2011	682 687	222 539	176 903	-699 439	2,00%	11 131 298	23,72%	430 819	938 355	4 078 197	47 364	10,99%
	2010	628 421	189 137	150 323	-620 925	1,76%	10 758 949	18,12%	430 819	1 043 758	4 078 197	59 692	13,86%
	2009	630 823	160 528	141 671	-2 495 685	1,63%	9 852 397	16,27%	430 819	986 394	4 078 197	58 394	13,55%
	2008	705 636	207 064	173 106	-697	1,84%	11 232 357	24,69%	430 819	838 777	4 078 197	0	0,00%
	2007	607 648	168 492	135 000	224 192	1,78%	9 445 894	23,07%	430 819	730 465	4 078 197	58 156	13,50%
	2006	518 190	159 995	124 378	-124 477	2,00%	7 998 971	23,23%	430 819	688 741	4 078 197	93 474	21,70%
	2005	462 989	136 361	122 685	-552 944	1,81%	7 528 447	19,83%	430 819	687 745	4 078 197	122 784	28,50%

Zdroj: Výročné správy spoločnosti Všeobecná úverová banka a.s. za roky 2005-2014, vlastné spracovanie.

Všeobecná úverová banka vyplatila v roku 2014 na dividendách takmer 90 mil. EUR, čo predstavovalo na akciu dividendu vo výške 6,90 EUR. Spoločnosť vyplatila dividendy v deviatich z desiatich rokov. Nevyplatenie dividend v roku 2008 mohol znamenať konzervatívny krok zo strany valného zhromaždenia ako odpoveď na začínajúcu recesiú. Firma zároveň vykazuje dlhodobu stabilný výsledok hospodárenia pred zdanením ako aj mierne rastúci trend výnosov.

4.3 Analýza dividendovej politiky na Slovensku a faktorov, ktoré ju ovplyvňujú

Akciový trh je v Slovenskej republike rozvinutý omnoho menej ako vo svete. „Jediným organizátorom regulovaného trhu s cennými papiermi v Slovenskej republike je Burza cenných papierov v Bratislave, a.s., ktorá bola založená 8.1.1991 bankami a poisťovňami. Obchodovať na BCPB sa začalo 6. apríla 1993 a to na základe povolenia Ministerstva financií SR na vznik burzy, organizovanie obchodovania cenných papierov a koordináciu nadväzných činností.“ (BCPB, 2015). Akcionármi Burzy cenných papierov v Bratislave sú Fond národného majetku Slovenskej republiky, Patria Online, a.s., Allianz – Slovenská poisťovňa, a.s., Slovenská sporiteľňa, a.s. a ďalšie významné spoločnosti. Ku dňu 13.8.2015 bolo na burze aktívne obchodovaných 126 akcií. V roku 2014 sa na burze uskutočnilo 11 269 transakcií

v celkovom objeme prevyšujúcom hodnotu 8,34 miliárd EUR. V porovnaní s inými svetovými burzami, napríklad NYSE Euronext U.S. s objemom 13 700 miliárd USD a NASDAQ OMX U.S. s objemom 9 585 miliárd USD, je ale tento objem zanedbateľný (Statista, 2015).

Na účely analýzy dividendovej politiky na Slovensku a faktorov, ktoré ju ovplyvňujú sme si zvolili spoločnosti obchodované na Burze cenných papierov v Bratislave, a.s. pôsobiace v sektore bankovníctva a poisťovníctva. Konkrétne sme si vybrali spoločnosti Allianz – Slovenská poisťovňa, a.s., Sberbank Slovensko, a.s., Tatra banka, a.s. a Všeobecná úverová banka, a.s. Dôvodom výberu bola skutočnosť, že uvedené firmy vyplácajú alebo od roku 2005 historicky vyplácali dividendy a uverejnili svoje podnikové údaje po odhaľujúce ich dividendovú politiku v posledných rokoch. Predmetom analýzy je dopad zmien v interných faktoroch spoločnosti na výšku vyplatených dividend v daných rokoch. Dôvodom výberu týchto faktorov bola logická úvaha, že pozitívny vývoj kapitálových ukazovateľov spoločnosti má za následok nárast objemu vyplatených dividend. Medzi analyzované interné faktory sme zahrnuli vybrané faktory, ktorých relatívna ľahká dostupnosť a kvantifikovateľnosť predstavujú vhodné determinanty pre našu analýzu:⁸

- výnosy (tržby) spoločnosti,
- výsledok hospodárenia pred zdanením,
- výsledok hospodárenia po zdanení,
- cashflow z prevádzkovej činnosti,
- aktíva,
- vlastný kapitál,
- ukazovateľ ROA (return on assets) – vypočítaný ako podiel VH pred zdanením na aktívach,
- ukazovateľ ROE (return on equity) – vypočítaný ako podiel VH pred zdanením na vlastnom kapitály,
- štruktúra akcionárov.

Analýzu sme vykonávali na dátach počas obdobia od roku 2005 do roku 2014.

⁸ Pri výbere determinantov sme vychádzali z publikácie Sivák – Mikócziová (2009).

4.3.1 Dopad interných faktorov na dividendovú politiku spoločnosti – korelačná analýza

Pre analýzu dopadu interných faktorov na dividendovú politiku spoločnosti sme sa rozhodli vytvoriť korelačnú maticu, v ktorej sú uvedené hodnoty korelácie jednotlivých faktorov s objemom vyplatených dividend počas desiatich rokov v prípade spoločností Tatra banka, a.s., Sberbank Slovensko, a.s., Všeobecná úverová banka, a.s., resp. ôsmich rokov v prípade spoločnosti Allianz – Slovenská poisťovňa, a.s., vid'. tabuľka č. 6.

Tabuľka č. 6 Korelačná matica interných faktorov s objemom vyplatených v podobe dividend vo vybraných slovenských spoločnostiach

	Výnosy	VH pred zdanením	VH po zdanení	Cashflow z prevádzkovej činnosti	ROA	Aktíva	ROE	Vlastný kapitál
Allianz - Slovenská poisťovňa, a.s.	-40,71%	36,82%	38,26%	18,58%	27,02%	28,62%	28,27%	7,43%
Sberbank Slovensko, a.s.	21,72%	39,76%	44,25%	31,62%	49,06%	-72,05%	46,09%	-38,29%
Tatra banka, a.s.	26,27%	4,32%	1,92%	-5,82%	-37,57%	40,61%	-77,31%	83,83%
Všeobecná úverová banka, a.s.	-74,42%	-64,50%	-73,25%	1,61%	-9,01%	-53,25%	-36,20%	-1,55%

Zdroj: vlastné spracovanie.

Z hodnôt korelácie nie je možné pozorovať silnú pozitívnu alebo negatívnu koreláciu v prípade všetkých štyroch spoločností. V prípade spoločnosti Allianz – Slovenská poisťovňa, a.s. a Sberbank Slovensko, a.s. vykazuje výsledok hospodárenia po zdanení značnú koreláciu s výškou dividend, čo je možné aj ekonomicky vysvetliť. V prípade že spoločnosť dosiahne v danom roku vyšší zisk, po odpočítaní všetkých povinných prídelov do fondov tvorených zo zisku ostáva spoločnosti viac kapitálu, ktorý môže vyplatiť akcionárom vo forme dividend. Zaujímavá je silná negatívna korelácia aktív a dividend ako aj vlastného kapitálu a dividend v prípade spoločnosti Sberbank Slovensko, a.s. Naopak, v prípade Tatra banky koreluje objem vyplatených dividend najviac s objemom vlastného kapitálu. Táto korelácia môže byť vysvetlená skutočnosťou, že Tatra banka vykazovala dlhodobo vysoký nerozdelený zisk, ktorý je súčasťou vlastného kapitálu a v prípade jeho rastu zvyšovala banka aj objem vyplatených dividend. V prípade Všeobecnej úverovej banky vykazuje väčšina interných faktorov negatívnu koreláciu s vyplatenými dividendami. Môže sa jednať o náznak stabilnej dividendovej politiky, kedy sa spoločnosť snažila navýšiť dividendy

aj počas obdobia klesajúceho zisku. Pre potvrdenie alebo vyvrátenie významnosti uvedených korelácií je potrebné, aby sme ich štatisticky otestovali.

Ako testovaciu štatistiku použijeme Pearsonove kritické hodnoty s hladinou významnosti α na úrovni 0,01. Keďže sa jedná o obojstranný štatistický test, výsledok testu budeme interpretovať ako 99 % pravdepodobnosť, že korelácia je štatisticky významná.

Významnosť korelácie jednotlivých faktorov s vyplatenými dividendami môžeme určiť porovnaním hodnoty korelácie s hraničnou hodnotou Pearsonovho korelačného koeficientu. V prípade, že je absolútna hodnota korelácie vyššia ako kritická hodnota korelačného koeficientu, je významná. V prípade, že je absolútna hodnota korelácie nižšia ako kritická hodnota korelačného koeficientu, nie je štatisticky významná pri danej hladine významnosti. Hodnoty Pearsonovho korelačného koeficientu pre obojstranný test pri daných stupňoch voľnosti uvádzame v prílohe č. 1. Pre potreby našej analýzy použijeme dve hraničné hodnoty, v prípade prvej spoločnosti Allianz – Slovenská poisťovňa, a.s. použijeme hraničnú hodnotu so stupňom voľnosti 6, nakoľko

Tabuľka č. 7 Kritické hodnoty Pearsonovho korelačného koeficientu

	Kritická hodnota
Allianz - Slovenská poisťovňa, a.s.	83,40%
Sberbank Slovensko, a.s.	76,50%
Tatra banka, a.s.	76,50%
Všeobecná úverová banka, a.s.	76,50%

Zdroj: vlastné spracovanie.

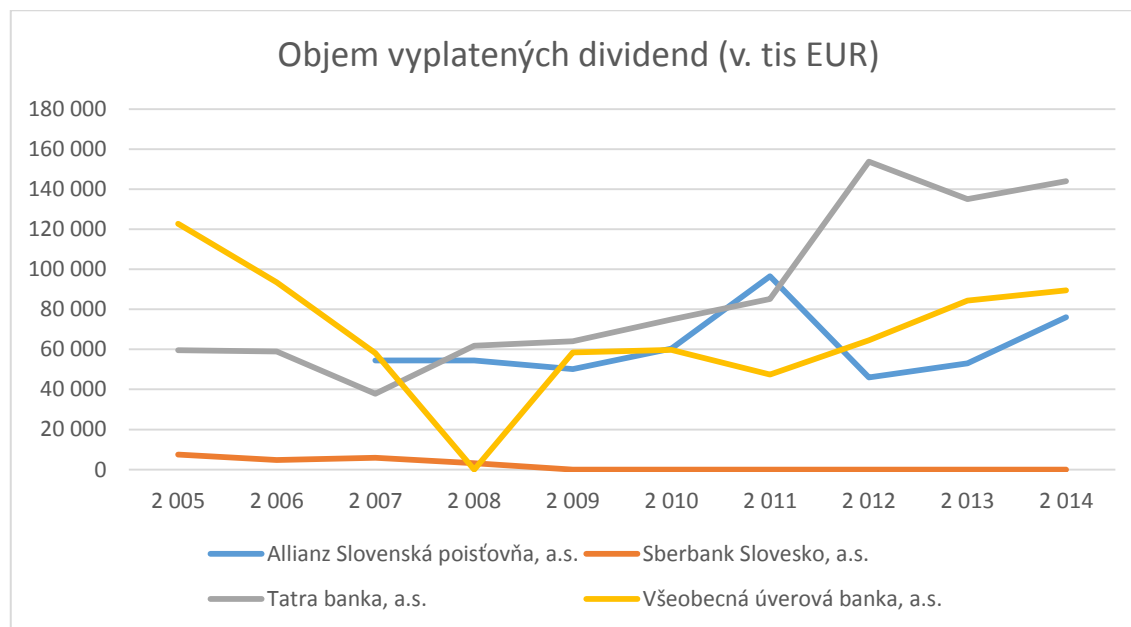
sme mali k dispozícii údaje z ôsmich rokov a v prípade ostatných spoločností použijeme hodnotu so stupňom voľnosti 8, nakoľko sme mali k dispozícii desať rokov údajov, vid'. tabuľka č. 7.

Pri porovnaní kritických hodnôt a hodnôt korelácie zistíme, že v prípade prvých dvoch spoločností nie je ani jedna hodnota korelácie vyššia ako kritická hodnota. Môžeme teda usúdiť, že korelácia jednotlivých faktorov s dividendami nie je štatisticky významná. V prípade spoločnosti Tatra banka, a.s. vykazuje štatisticky významnú koreláciu s dividendami ukazovateľ ROE a vlastný kapitál. Ukazovateľ ROE je pomer medzi výsledkom hospodárenia a vlastného kapitálu. ROE v prípade Tatra banky

dlhodobo klesá práve z dôvodu rastu vlastného kapitálu a stabilného výsledku hospodárenia od začiatku sledovaného obdobia. Stabilita čitateľa a rast menovateľa spôsobujú pokles ROE a tým pádom významnú negatívnu koreláciu s vyplatenými dividendami. Štatisticky najvýznamnejšia je ale korelácia vyplatených dividend s vlastným kapitálom v prípade Tatra banky, a.s. Ako sme uviedli vyššie, môže to byť spôsobené skutočnosťou, že Tatra banka vykazovala dlhodobo vysoký nerozdelený zisk, ktorý je súčasťou vlastného kapitálu a v prípade jeho rastu zvyšovala banka aj objem vyplatených dividend. V prípade poslednej spoločnosti, Všeobecnej úverovej banky, a.s. neprevyšuje ani jedna hodnota korelácie kritickú hodnotu, aj napriek tesnej blízkosti korelácie výnosov s dividendami a výsledku hospodárenia po zdanení s kritickou hodnotou.

Žiadny z uvedených ukazovateľov nevysvetľuje značnú časť zmien v dividendovej politike jednotlivých spoločností, ako by sme očakávali. Tri zo štyroch spoločností vyplácajú značnú časť zisku v podobe dividend každý rok, čo môže byť zapríčinené zahraničným väčšinovým vlastníctvom a odlivom zisku do zahraničia, bez ohľadu na aktuálny vývoj ekonomických ukazovateľov v spoločnosti. Graf č. 9 zobrazuje objem vyplatený v podobe dividend v jednotlivých rokoch.

Graf č. 9 Objem vyplatených dividend vybraných slovenských spoločností

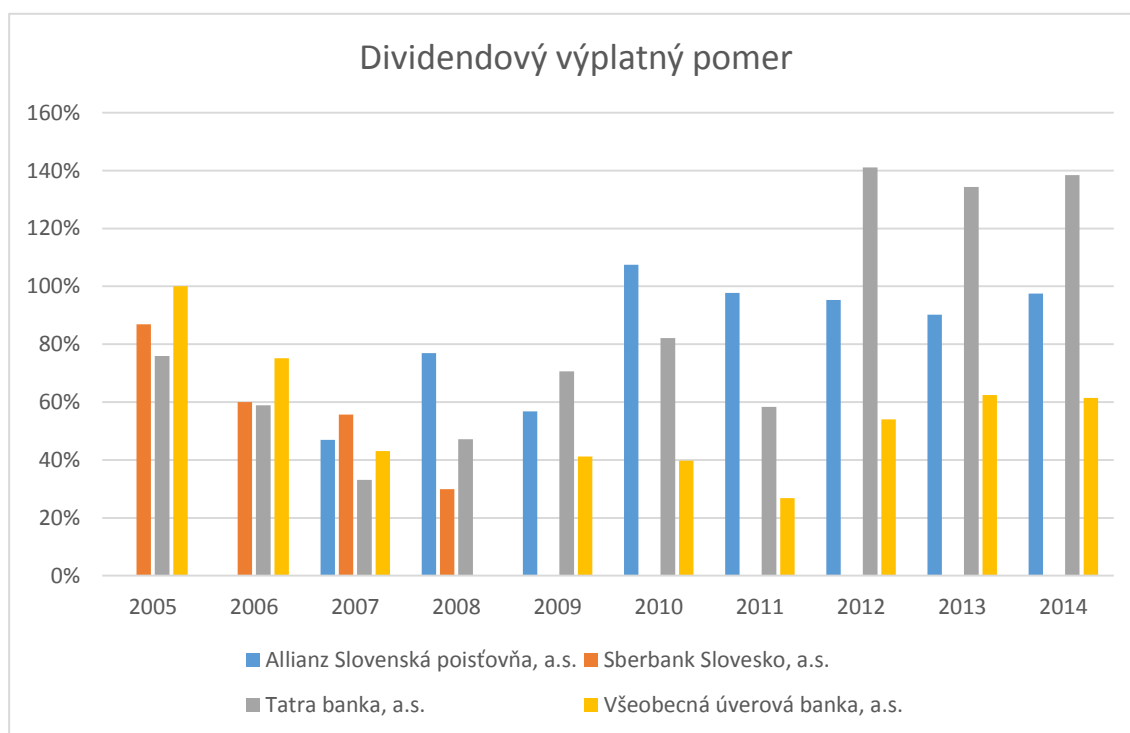


Zdroj: vlastné spracovanie.

Z grafu je viditeľný dopad globálnej hospodárskej krízy na objem vyplatených dividend v prípade Všeobecnej úverovej banky, kedy od roku 2005 do 2008 klesal objem vyplatených dividend. Najvýraznejší pozitívny trend objemu vyplatených dividend udržiavala Tatra banka, a.s. Z vývoja objemu vyplatených dividend v prípade Allianz – Slovenskej poisťovne by sme mohli taktiež predpokladať politiku stabilných dividend, nakoľko spoločnosť vyplácala približne rovnaký objem dividend od roku 2007.⁹

Vhodným ukazovateľom objemu zisku, ktorý je odvádzaný do zahraničia je dividendový výplatný pomer, uvedený v grafe č. 10. Dividendový výplatný pomer je pomer vyplatených dividend k dosiahnutému výsledku hospodárenia. Čím vyšší je pomer, tým viac vyplatila spoločnosť z výsledku hospodárenia v podobe dividend.

Graf č. 10 *Dividendový výplatný pomer vybraných slovenských spoločností*



Zdroj: vlastné spracovanie.

Dividendový výplatný pomer dosahuje v prípade spoločnosti Allianz – Slovenská poisťovňa, a. s. v posledných rokoch hodnoty blízke 100 %, čo znamená že takmer celý zisk spoločnosť vypláca svojim akcionárom v podobe dividend. V prípade spoločnosti Tatra banka, a.s. dividendový výplatný pomer presahuje hodnotu 100 %, čo znamená,

⁹ V prípade spoločnosti Allianz – Slovenská poisťovňa, a.s. sme nemali k dispozícii výročnú správu za rok 2005 a 2006 a tým pádom ani informáciu o objeme vyplatených dividend.

že spoločnosť vyplatila v podobe dividend väčší objem peňazí ako dosiahla v podobe zisku v daný rok. Táto skutočnosť iba potvrdzuje naše tvrdenie o vysokom nerozdelenom zisku v prípade Tatra banky, ktorý začala v posledných rokoch svojim akcionárom vyplácať.

Spoločnosti podrobené našej analýze sú spoločnosti, ktorých majoritným vlastníkom sú vo všetkých prípadoch zahraničné spoločnosti (materské spoločnosti), vid tabuľka č. 8.

Tabuľka č. 8 Vlastnícka štruktúra vybraných slovenských spoločností

Akcionári spoločnosti	Allianz - Slovenská poisťovňa, a. s.									
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Allianz New Europe Holding GmbH	Nedostupné		84,61%	84,61%	84,61%	84,61%	84,61%	99,61%	99,61%	99,61%
Európska banka pre obnovu a rozvoj			15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	-	-	-
Ostatní akcionári			0,39%	0,39%	0,39%	0,39%	0,39%	0,39%	0,39%	0,39%
Akcionári spoločnosti	Sberbank Slovensko, a.s.									
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Sberbank Europe AG	-	-	-	-	-	-	-	99,39%	99,50%	99,50%
Volksbank International AG	92%	92,30%	92,90%	92,90%	92,90%	93,38%	93,43%	-	-	-
EM.RO. POPOLARE S.P.A	3,40%	3,40%	3,40%	3,40%	3,40%	3,36%	3,36%	-	-	-
BANCA POPOLARE VINCENTINA	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,29%	2,29%	-	-	-
Ostatní akcionári	1,70%	1,60%	1,40%	1,40%	1,40%	0,97%	0,92%	0,61%	0,50%	0,50%
Akcionári spoločnosti	Tatra banka, a.s.									
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Raiffeisen CEE Region Holding GmbH, Wien	-	-	-	-	-	-	-	78,78%	78,78%	78,78%
Raiffeisen Bank International AG	72,44%	72,44%	64,54%	63,02%	65,75%	64,80%	65,77%	-	-	-
Tatra Holding GmbH	14,11%	14,11%	12,57%	12,28%	12,80%	12,62%	12,80%	-	-	-
Ostatní akcionári	13,45%	13,45%	22,89%	24,70%	21,45%	22,58%	21,43%	21,22%	21,22%	21,22%
Akcionári spoločnosti	Všeobecná úverová banka, a.s.									
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Intesa Sanpaolo Holding International S.A.	96,49%	96,49%	96,49%	96,49%	96,76%	96,76%	96,76%	96,84%	96,97%	97,02%
Ostatní akcionári	3,51%	3,51%	3,51%	3,51%	3,24%	3,24%	3,24%	3,16%	3,03%	2,98%

Zdroj: vlastné spracovanie.

Najstabilnejšiu štruktúru akcionárov má dlhodobá Všeobecná úverová banka, a.s. ktorej sa od roku 2005 nezmenil majoritný akcionár. Najvýznamnejšiu zmenu v akcionárskej štruktúre zaznamenala pôvodná banka VOLKSBANK Slovensko, a.s., ktorú odkúpila ruská spoločnosť Sberbank Europe AG a banku premenovala na Sberbank Slovensko, a.s..

4.3.2 Dopad interných faktorov na dividendovú politiku spoločnosti – regresná analýza

Keďže výsledky dosiahnuté v predchádzajúcej analýze neposkytli dostatočne robustné odpovede na to, aké determinanty formujú dividendovú politiku vo vybraných spoločnostiach, za účelom analýzy stanovenej hypotézy bola vykonaná dodatočná regresná analýza. Limitujúcim faktorom týchto odhadov je relatívne krátke časové obdobie dostupnosti dát, z čoho vyplýva, že modely boli odhadnuté iba s niektorými premennými, ktoré sa ukázali v predchádzajúcej analýze za potenciálne ovplyvňujúce vývoj dividendovej politiky (obmedzenie počtu stupňov voľnosti odhadu).

Tabuľka č. 9 Výsledky regresnej analýzy pre spoločnosť Allianz - Slovenská poisťovňa¹⁰

Model 1: OLS, using observations 1-8 - Allianz
Dependent variable: Div

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	3646,47	454,976	8,0146	0,07902	*
vynosy	-4,48975	0,584881	-7,6763	0,08247	*
VH_zdan	9,6292	1,49208	6,4535	0,09787	*
VH_pozdan	4,63446	0,7225	6,4145	0,09845	*
ROA	-280,579	36,8052	-7,6234	0,08304	*
ROE	-0,168344	1,51801	-0,1109	0,92969	
Asset	-0,702146	0,0972222	-7,2221	0,08759	*
Mean dependent var	61,38657	S.D. dependent var		16,80652	
Sum squared resid	10,46147	S.E. of regression		3,234419	
R-squared	0,994709	Adjusted R-squared		0,962963	
F(6, 1)	31,33330	P-value(F)		0,135906	
Log-likelihood	-12,42454	Akaike criterion		38,84907	
Schwarz criterion	39,40516	Hannan-Quinn		35,09846	

Zdroj: vlastné výpočty.

Z analýzy spoločnosti Allianz môžeme dôvodiť, že niektoré faktory, ktorých významnosť bola zamietnutá na 99 % hladine významnosti pri korelačnej analýze sú významné na nižšej úrovni 90 %. Avšak keďže sa jedná o finančné ukazovatele spoločnosti, je tu určitá pravdepodobnosť, že jednotlivé premenné vykazujú známky multikolinearity. Výsledky na test jednotlivých parametrov v prílohe č. 3 nám potvrdzujú, že takmer všetky determinanty (okrem výnosov) vykazujú známky multikolinearity. To nám však skresľuje len odhady individuálnych odhadov regresie. Celková významnosť modelu multikolinearitou nie je skreslená, aj keď pohľad na

¹⁰ Pre nedostupnosť údajov za roky 2005 a 2006 je analyzované obdobie 2007 – 2014, čo predstavuje 8 období.

významnosť celkovej regresie poukazuje na to, že podľa testovania F-testom významnosť modelu nenachádza štatisticky signifikanciu na akejkoľvek hladine významnosti. To hovorí o tom, že by bolo nevyhnutné upraviť zoznam premenných o ďalšie vysvetľujúce. Zároveň to zamietnutím hypotézy o významnosti modelu potvrdzuje pôvodné výsledky, že či už korelačná alebo regresná analýza skúmaných determinantov nie je schopná postačujúco odpovedať na otázku ich vplyvu na dividendovú politiku spoločnosti.

Tabuľka č. 10 Výsledky regresnej analýzy pre spoločnosť Sberbank Slovensko

Model 2: OLS, using observations 1-10 Sberbank
Dependent variable: Divid

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	-9,22044	8,11501	-1,1362	0,33842	
vynosy	0,0930234	0,159604	0,5828	0,60092	
VH_zdan	-0,220029	0,796972	-0,2761	0,80041	
VH_pozdan	-1,64719	1,39705	-1,1790	0,32337	
ROA	42,0441	15,8411	2,6541	0,07672	*
Asset	0,00227294	0,00245652	0,9253	0,42307	
ROE	-1,65154	1,11475	-1,4815	0,23506	
Mean dependent var	2,115913	S.D. dependent var		2,925947	
Sum squared resid	2,368165	S.E. of regression		0,888475	
R-squared	0,969265	Adjusted R-squared		0,907794	
F(6, 3)	15,76797	P-value(F)		0,022714	
Log-likelihood	-6,987037	Akaike criterion		27,97407	
Schwarz criterion	30,09217	Hannan-Quinn		25,65053	

Zdroj: vlastné výpočty.

Výsledky regresnej analýzy pre spoločnosť Sberbank Slovensko poskytuje rozličný pohľad na úlohu vybraných determinantov dividendovej politiky. Zatiaľ čo v prípade spoločnosti Allianz bolo viacero faktorov štatisticky významných (avšak pre silnú multikolinearitu a celkovú nevýznamnosť modelu relatívne nepoužiteľných), v prípade spoločnosti Sberbank Slovensko je jediným významným faktorom ukazovateľ ROA. Individuálny odhad je však skreslený multikolinearitou. Ostatné determinanty nie sú významné na žiadnej štatisticky významnej hladine, čo napovedá, že v analýze chýbajú iné determinanty, ktoré by dokázali vysvetliť zmeny v objeme vyplatených dividend. Určité skreslenie pri výsledkoch spôsobuje rozhodnutie nevyplácať dividendy

od roku 2009, čo núti pri interpretácii výsledkov k veľkej opatrnosti. Celkovo je však model podľa F-testu štatisticky významný, čo opäť potvrdzuje neschopnosť zvolených determinantov vysvetliť správanie sa spoločnosti v oblasti dividendovej politiky.

Výsledky regresnej analýzy pre spoločnosti Tatra banka a VÚB dosahujú podobné výsledky ako tomu bolo v predchádzajúcich dvoch prípadoch, avšak aj bez skreslenia multikolinearity nie je ani jeden z analyzovaných determinantov štatisticky významný. V prípade Tatra banky nie je významný ani celkový odhad, v prípade odhadu pre spoločnosť VÚB je celkový model štatisticky významný. Dôvodov pre takéto výsledky môže byť viacero. Jedným z veľmi pravdepodobných je absencia dôležitých ukazovateľov pre spoločnosti, ktoré vlastnia tieto banky. Avšak dosiahnuté výsledky sú v súlade s výsledkami korelačnej analýzy, ktorá rovnako potvrdila, že neexistuje priama štatistická významnosť a to či už na úrovni 99 % alebo 90 %.

Tabuľka č. 11 Výsledky regresnej analýzy pre spoločnosť Tatra banka

Model 3: OLS, using observations 1-10 – Tatra Banka

Dependent variable: Divid

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>
const	-1031,44	1426,91	-0,7228	0,52203
vynosy	0,02211	0,917741	0,0241	0,98229
VH_zdan	-9,44735	13,0342	-0,7248	0,52098
VH_pozdan	1,91812	6,09049	0,3149	0,77344
ROA	723,961	861,254	0,8406	0,46229
Asset	0,133944	0,178272	0,7513	0,50701
ROE	-5,25538	2,88687	-1,8204	0,16625
Mean dependent var	87,55458	S.D. dependent var	41,19806	
Sum squared resid	4347,442	S.E. of regression	38,06767	
R-squared	0,715398	Adjusted R-squared	0,146194	
F(6, 3)	1,256840	P-value(F)	0,460456	
Log-likelihood	-44,56317	Akaike criterion	103,1263	
Schwarz criterion	105,2444	Hannan-Quinn	100,8028	

Zdroj: vlastné výpočty.

Tabuľka č. 12 Výsledky regresnej analýzy pre spoločnosť VÚB

Model 4: OLS, using observations 1-10 - VUB

Dependent variable: Divid

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>
const	632,901	818,078	0,7736	0,49551
vynosy	-0,483576	0,295451	-1,6367	0,20021
VH_zdan	2,43222	4,69054	0,5185	0,63990
VH_pozdan	-1,29676	1,23969	-1,0460	0,37240
ROA	-121,277	430,537	-0,2817	0,79650
Asset	-0,020233	0,0781129	-0,2590	0,81237
ROE	-4,69975	3,66443	-1,2825	0,28977
Mean dependent var	67,83721	S.D. dependent var		32,83046
Sum squared resid	588,5888	S.E. of regression		14,00701
R-squared	0,939324	Adjusted R-squared		0,817973
F(6, 3)	7,740515	P-value(F)		0,060731
Log-likelihood	-34,56510	Akaike criterion		83,13020
Schwarz criterion	85,24829	Hannan-Quinn		80,80665

Zdroj: vlastné výpočty.

Dosiahnuté výsledky nám poskytujú dostatočné množstvo informácií, aby sme mohli pristúpiť k vyhodnoteniu našich výskumných hypotéz. Prvú hypotézu musíme pre nedostatok schopnosti vybraných determinantov vysvetliť dividendovú politiku skúmaných spoločností zamietnuť. Ako korelačná, tak aj regresná analýza jasne poukázali na absenciu ďalších dôležitých determinantov, ktoré by prispeli k presnejšiemu odhadu závislosti. Druhú hypotézu môžeme na základe výsledkov rovnako zamietnuť. Ani jedna výskumná metóda nepotvrdila štatistickú významnosť skúmaných determinantov a už vôbec nie ich pozitívneho vplyvu na množstvo vyplatených dividend.

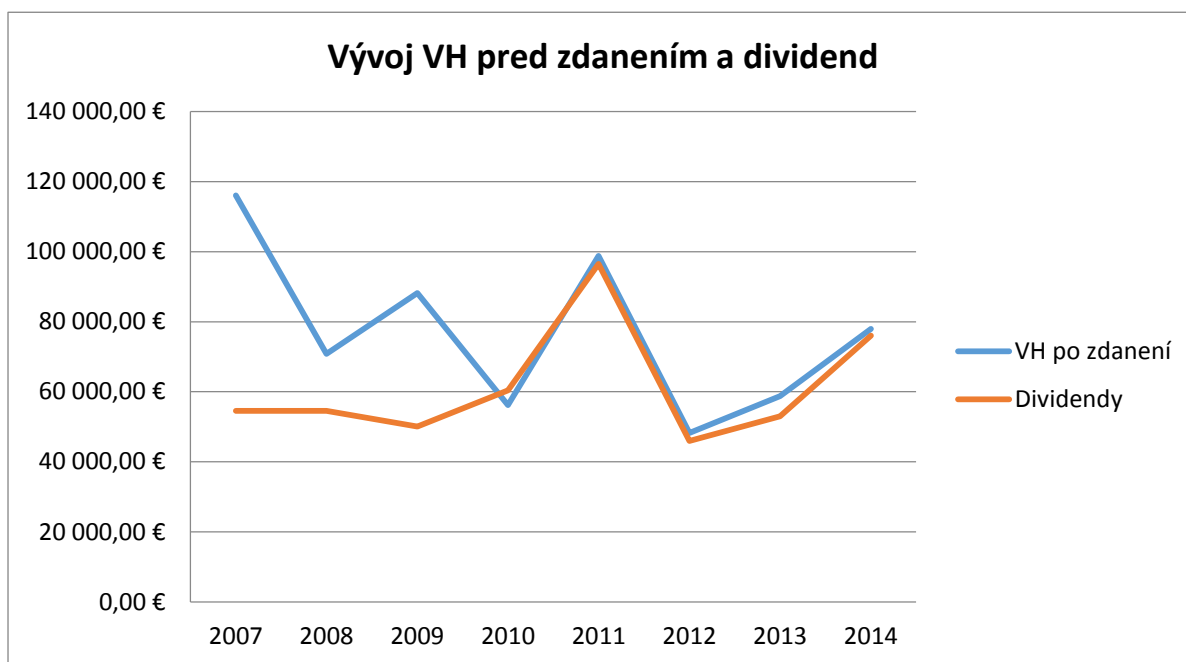
5 DIKUSIA

Z vykonanej analýzy dopadu interných faktorov vybraných spoločností na dividendovú politiku je veľmi zložité definovať významný vzťah niektorého z nami vybraných faktorov na objem vyplatených dividend a tým pádom na dividendovú politiku spoločnosti. Podľa nášho názoru, dividendovú politiku nami vybraných spoločností najviac ovplyvnila štruktúra akcionárov, nakoľko vo všetkých spoločnostiach vlastní majoritný akcionár minimálne 78 % podielu spoločnosti, vďaka čomu dokázal najvýznamnejšie ovplyvniť rozhodnutia valného zhromaždenia a spoločnosti. Allianz – Slovenská poisťovňa, a.s. ktorá zaznamenala minimálne zmeny v štruktúre akcionárov vykázala koeficientom variácie vyplatených dividend 27,38 % udržiavala stabilné dividendy s výplatným pomerom pohybujúcim sa okolo hodnoty 90 %.¹¹ Takisto v prípade Tatra banky, a.s., ktorej zmenu akcionárov môžeme považovať iba za formálnu zmenu, nakoľko hlavný akcionár, holding Raiffeisen, sa nemenil. Tatra banka, a.s. vykázala najnižší koeficient variácie vyplatených dividend 25,13 %. Naopak najvyšší koeficient s hodnotou 138,28 % vykázala spoločnosť Sberbank Slovensko, a.s. ktorej akcionárska štruktúra sa zmenila najvýznamnejšie. Uvedená závislosť však môže byť čisto náhodná, nakoľko sa jedná o podobné spoločnosti a sledované obdobie 10 rokov nie je dostatočne dlhé na zistenie, či sa daná závislosť vyskytuje aj v iných prípadoch predaja spoločnosti. Zároveň by bolo potrebné závislosť zanalyzovať aj v časoch expanzie ako aj v časoch recesie, nakoľko pokles dividend spoločnosti Sberbank Slovensko, a.s. až na nulovú hodnotu môže byť spôsobený aj hospodárskou krízou, ktorá vypukla v roku 2008, kedy spoločnosť vyplatila posledné dividendy a následne nedosahovala dostatočné ekonomické výsledky, aby mohla dividendy opäť vyplácať. Ekonomické ukazovatele, ktorých dopad na dividendovú politiku sme analyzovali, nepredstavujú zásadné faktory, ktoré by zásadne menili rozhodnutia spoločnosti o dividendovej politike. Tieto výsledky potvrdzuje aj regresná analýza vykonaná na vybraných determinantoch.

Rovnako sme v dividendách nenašli zásadnú informačnú schopnosť predpovedať vývoj v nasledujúcich rokoch. Ako vyplýva z grafu č. 11, dividendy majú tendenciu kopírovať skutočný vývoj výsledkov spoločnosti v danom roku.

¹¹ Koeficient variácie sme vypočítali ako podiel štandardnej odchýlky vyplatených dividend a priemernej hodnoty vyplatených dividend z hodnôt ekonomických ukazovateľov.

Graf č. 11 Vývoj dividend a VH po zdanení v prípade spoločnosti Allianz – Slovenská poisťovňa, a.s.



Zdroj: vlastné spracovanie.

V roku 2005 bola zverejnená štúdia Thaler et al. (2005) pod názvom „Zmeny dividend nesignalizujú zmeny v budúcej ziskovosti“, ktorá podporuje naše tvrdenie. Predmetom štúdie boli spoločnosti obchodované na burze cenných papierov NYSE a AMEX v období od 1963 do 1997. Autori v danej štúdii nenašli faktor, ktorý by dlhodobu stabilne, či už pozitívne alebo negatívne koreloval s objemom dividend vyplatených danými spoločnosťami. Zároveň tvrdia, objem dividend nie je pozitívne korelovaný s budúcimi ziskami spoločnosti, čo vyvracia predpoklad informačnej sily vyplatených dividend a ich schopnosť predpovedať vývoj spoločnosti. Naše výsledky takéto závery potvrdzujú.

Limitujúcim faktorom našej analýzy je rovnako neschopnosť zahrnúť určité kvalitatívne a zároveň abstraktné determinanty o vývoji spoločenskej, ale aj podnikovej nálady a ich očakávaní, ktoré sa určite nemalou mierou podieľajú na determinovaní rozhodnutia o množstve vyplatených dividend.

Práca však potvrdila, že napriek zamietnutiu prvej a druhej hypotézy sa jedná o dôležitú tému, ktorej ďalšie rozpracovanie by bolo prínosné pre finančných analytikov, ale aj hospodársku prax.

ZÁVER

Dividendy sú od vzniku akciových trhov predmetom viacerých štúdií. Tak ako sa snažia analytici a investori predpokladať vývoj cien akcií, tak sa snažia nájsť aj vzťah medzi ekonomickými ukazovateľmi spoločnosti a objemom vyplatených dividend. Skúmaný vzťah je z pochopiteľných dôvodov predmetom analýz, nakoľko sú dividendy jednou z foriem výnosov, ktoré môže investori inkasovať. Práca poskytuje historický pohľad na niektoré významné indikátory dividendovej politiky. Tie postupne pretavila do konkrétnej analýzy vybraných spoločností. Z výsledkov deskriptívnej analýzy vyplýva, že okrem Sberbank Slovensko všetky spoločnosti vyplácajú svojim akcionárom dividendy a rovnako dosahujú pozitívne výsledky hospodárenia. Rovnako v prípade všetkých spoločností okrem Sberbank Slovensko narástla trhovú cenu ich akcií v porovnaní s ich menovitou hodnotou. Najväčší nárast zaznamenala Tatra banka, ktorá ich zhodnotila niekoľkonásobne. Z výsledkov korelačnej analýzy vyplýva, že ani jeden z pôvodne ôsmich skúmaných determinantov nebol korelačne štatisticky významný k množstvu vyplatených dividend. Avšak blízke k hraničným hodnotám významnosti sa v pozitívnej korelácii priblížila Tatra banka a v negatívnej korelácii zasa Sberbank Slovensko. To nás viedlo k zamietnutiu prvej hypotézy o dôležitosti analyzovaných faktorov pre vývoj dividendovej politiky. Pre analýzu druhej hypotézy sme tak museli pristúpiť ku regresnej analýze, ktorá nám objasnila, či determinanty môžu predstavovať pozitívnu štatisticky významnú premennú. Analýza potvrdila dosiahnuté výsledky o nevýznamnosti skúmaných premenných v regresnej analýze (a to najmä kvôli pretrvávajúcemu problému skreslenia individuálnych odhadov multikolinearitou nezávislých premenných a taktiež iba čiastočnou významnosťou celkových odhadov) a viedla nás k zamietnutiu aj druhej hypotézy o pozitívnom vplyve (robustnosť odhadov bola potvrdená regresnou, aj korelačnou analýzou).

Možno tak konštatovať, že nami skúmané determinanty nedokážu na adekvátnej úrovni vysvetliť, ani predpovedať vývoj dividendovej politiky v analyzovaných spoločnostiach. Medzi faktory, ktoré si určite zaslúžia pri bližšom rozpracovávaní ďalšiu pozornosť patrí finančná situácia majoritných vlastníkov týchto spoločností, ale aj „administratívne“, na neekonomických faktoroch založené rozhodnutie o nakladaní s výsledkom hospodárenia. Rovnako očakávania vlastníkov spoločností o globálnom

vývoji na finančných trhoch spolu s fázou hospodárskeho cyklu môžu zásadne prispievať k tomu, akým spôsobom je dividendová politika realizovaná.

ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY

Knihy/monografie

1. SIEGEL, J. 2011. *Investice do akcií – běh na dlouhou trať*. Praha: GRADA Publishing, a.s. 2011. 296 s. ISBN 978-80-247-3860-4.
2. JÍLEK, J. 2009. *Akciové trhy a investování*. Praha: GRADA Publishing, a.s. 2009. 656 s. ISBN 978-80-247-2963-3.
3. SHARPE, W., ALEXANDER, G. 1990. *Investice*. 4. vydanie. Prentice-Hall, Inc. 1990. 696 s. ISBN80-85605-47-3.
4. GLADIŠ, D. 2005. *Naučte se investovat*. 2. rozšířené vydání. Praha: GRADA Publishing, a.s. 2005. 175 s. ISBN 80-247-1205-9.
5. CHOVANCOVÁ, B. a kol. 2006. *Finančné trhy*. Bratislava: Wolters Kluwer. 2014. 655 s. ISBN 978-80-8168-006-9.
6. BREALEY, R., MYERS, S., ALLEN, F. 2008. *Principles of Corporate Finance*. McGraw – Hill. 2008. 976 s. ISBN 978-007-126327-6.
7. DAMODARAN, A. 2014. *Applied Corporate Finance*. Wiley Publishing. 2014. 656 s. ISBN 978-7-118-80893-1.
8. THOMSETT, M. 2009. *Kalkulačka akciového investora*. Brno: Computer Press. 2009. 173 s. ISBN 978-80-251-1904-4.
9. MIKOVÁ, O., BIKÁR, M., KMEŤKO, M. 2009. *Finančné investície*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM. 2009. 173 s. ISBN 978-80-225-2729-3.
10. KUPKOVIČ, M. a kol. 2003. *Podnikové hospodárstvo – kompletný pohľad na podnik*. Bratislava: Vydavateľstvo Sprint. 2003. 451 s. ISBN 80-88848-71-7.
11. VALACH, Josef a kol. *Finanční řízení podniku*. 2. aktualiz. a roz. vyd. Praha: Ekopress, 1999. s. 238. ISBN 80-86119-21-1.
12. SIVÁK, R., MIKÓCZIOVÁ, J. 2009. *Teória a prax kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov*. Bratislava: Vydavateľstvo Sprint. 2009. ISBN 978-80-89393-06-0

Elektronické dokumenty

1. SENEQUE, P.J.C. 1978. *A review of factors affecting the dividend policy of the firm*. [online]. 2000. 8 s. [cit. 2015.08.01]. Dostupné na internete: <http://www.iassa.co.za/articles/012_aug1978_01.pdf>.
2. MALADIJAN, CH., KHOURY, R. *Determinants of the Dividend Policy: An Empirical Study on the Lebanese Listed Banks*. [online]. 2014. 17 s. [cit. 2015.08.01]. Dostupné na internete: <<http://www.ccsenet.org/journal/index.php/ijef/article/view/33350>>.
3. IVANEK, P. *Dividendová politika spoločnosti*. [online]. 2008. 6 s. [cit. 2015.08.01]. Dostupné na internete: <<http://www.derivat.sk/index.php?PageID=1505>>.
4. INVESCO. 2015. *Examining share repurchasing and S&P Buyback Indices for the US market*. [online]. 2015 [cit. 2015.08.14]. Dostupné na internete: <<https://www.invesco.com/static/us/investors/contentdetail?contentId=476d8ecef56e410VgnVCM100000c2f1bf0aRCRD>>.
5. MCGRAW HILL FINANCIAL. 2015. *S&P Dow Jones Indices - S&P 500®*. [online]. 2015. [cit. 2015.08.14]. Dostupné na internete: <<https://us.spindices.com/indices/equity/sp-500>>.
6. BLOOMBERG. 2015. *Dividend Forecasts 2015 Outlook Report*. [online]. 2015. [cit. 2015-08-14]. Dostupné na internete: <<http://www.bloomberg.com/professional/blog/dividend-forecasts-2015-outlook-report/>>.
7. THALER, R., GRULLON, G., MICHAELY, R., BENARTZI, S. 2005. *Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability*. [online]. 2005. 24 s. [cit. 2015.8.14]. Dostupné na internete: <<http://faculty.chicagobooth.edu/Richard.Thaler/research/pdf/Dividend%20Changes%20Do%20Not%20Signal%20Changes%20in%20Future%20Profitability.pdf>>.

Internetové odkazy

1. <http://www.bsse.sk/default.aspx>
2. www.bloomberg.com
3. www.investopedia.com
4. <http://www.statista.com/>
5. <http://www.dovera.sk/platitel/aktuality/a1005/zorientujte-sa-v-plateni-odvodov-z-dividend>
6. <http://www.cz.ako-investovat.sk>
7. www.allianzsp.sk
8. www.tatrabanka.sk
9. www.vub.sk
10. www.sberbank.sk

Ostatné zdroje

1. Predpis č. 513/191 Zb. Obchodný zákonník.
2. Predpis č. 595/2003 Z. z. Zákon o dani z príjmov.
3. Výročné správy spoločnosti Allianz – Slovenská poisťovňa, a.s.
4. Výročné správy spoločnosti Sberbank Slovensko, a.s.
5. Výročné správy spoločnosti Tatra banka, a.s.
6. Výročné správy spoločnosti Všeobecná úverová banka, a.s.

PRÍLOHY

Príloha č. 1 – Tabuľka kritických hodnôt Pearsonovho korelačného koeficientu

Príloha č. 2 – Historický vývoj dividendového výnosu a vyplatených dividend indexu S&P 500

Príloha č.3 – Výsledky testovania na multikolinearitu pri regresných odhadoch jednotlivých analyzovaných spoločností

Príloha č. 1 - Tabuľka kritických hodnôt Pearsonovho korelačného koeficientu

Hladina významnosti	.10	.05	.02	.01
df = n-2				
1	.988	.997	.9995	.9999
2	.900	.950	.980	.990
3	.805	.878	.934	.959
4	.729	.811	.882	.917
5	.669	.754	.833	.874
6	.622	.707	.789	.834
7	.582	.666	.750	.798
8	.549	.632	.716	.765
9	.521	.602	.685	.735
10	.497	.576	.658	.708
11	.476	.553	.634	.684
12	.458	.532	.612	.661
13	.441	.514	.592	.641
14	.426	.497	.574	.623
15	.412	.482	.558	.606
16	.400	.468	.542	.590
17	.389	.456	.528	.575
18	.378	.444	.516	.561
19	.369	.433	.503	.549
20	.360	.423	.492	.537
21	.352	.413	.482	.526
22	.344	.404	.472	.515
23	.337	.396	.462	.505
24	.330	.388	.453	.496
25	.323	.381	.445	.487
26	.317	.374	.437	.479
27	.311	.367	.430	.471
28	.306	.361	.423	.463
29	.301	.355	.416	.456
30	.296	.349	.409	.449
35	.275	.325	.381	.418
40	.257	.304	.358	.393
45	.243	.288	.338	.372
50	.231	.273	.322	.354
60	.211	.250	.295	.325
70	.195	.232	.274	.303
80	.183	.217	.256	.283
90	.173	.205	.242	.267
100	.164	.195	.230	.254

Príloha č. 2 - Historický vývoj dividendového výnosu a vyplatených dividend indexu S&P 500

Rok	Div. Výnos	Dividendy	Rok	Div. Výnos	Dividendy	Rok	Div. Výnos	Dividendy
1871	5,49%	4,9	1920	7,49%	6,27	1969	3,47%	20
1872	5,92%	5,53	1921	6,29%	6,35	1970	3,49%	18,83
1873	7,47%	6,47	1922	5,81%	7,2	1971	3,10%	17,83
1874	7,27%	6,84	1923	6,20%	7,31	1972	2,68%	17,69
1875	6,86%	6,54	1924	5,41%	7,59	1973	3,57%	17,46
1876	8,38%	6,66	1925	4,82%	8	1974	5,37%	16,55
1877	5,85%	4,77	1926	5,11%	9,3	1975	4,15%	15,82
1878	5,22%	5,25	1927	4,41%	10,62	1976	3,87%	16,61
1879	4,07%	4,92	1928	3,67%	11,86	1977	4,98%	17,95
1880	4,45%	6,52	1929	4,53%	13,46	1978	5,28%	17,87
1881	5,32%	7,5	1930	6,32%	14,53	1979	5,24%	17,58
1882	5,48%	7,64	1931	9,72%	13,4	1980	4,61%	17,3
1883	6,18%	8,53	1932	7,33%	9,11	1981	5,36%	16,83
1884	7,14%	8,93	1933	4,41%	7,95	1982	4,93%	16,8
1885	4,62%	7	1934	4,86%	8,1	1983	4,31%	16,7
1886	3,90%	6,73	1935	3,60%	8,13	1984	4,58%	17,6
1887	4,74%	7,21	1936	4,22%	12,27	1985	3,81%	17,25
1888	4,47%	6,63	1937	7,26%	13,26	1986	3,33%	17,88
1889	4,14%	6,73	1938	4,02%	8,69	1987	3,66%	18,22
1890	4,78%	6,65	1939	5,01%	10,57	1988	3,52%	19,27
1891	4,07%	6,98	1940	6,36%	11,34	1989	3,17%	20,92
1892	4,36%	7,53	1941	8,11%	10,93	1990	3,68%	21,56
1893	5,67%	8,47	1942	6,20%	8,33	1991	3,14%	21,12
1894	4,88%	7,63	1943	5,31%	8,37	1992	2,84%	20,83
1895	4,40%	6,71	1944	4,89%	8,58	1993	2,70%	20,59
1896	4,27%	6,45	1945	3,81%	8,65	1994	2,89%	20,99
1897	3,79%	6,45	1946	4,69%	7,88	1995	2,24%	21,44
1898	3,54%	7,6	1947	5,59%	8,57	1996	2,00%	22,42
1899	3,49%	6,34	1948	6,12%	9,21	1997	1,61%	22,93
1900	4,37%	9,41	1949	6,89%	11,53	1998	1,36%	23,58
1901	4,03%	9,56	1950	7,44%	14,3	1999	1,17%	23,67
1902	4,10%	9,2	1951	6,02%	12,7	2000	1,22%	22,32
1903	5,33%	10,32	1952	5,41%	12,6	2001	1,37%	21,26
1904	3,76%	8,73	1953	5,84%	12,86	2002	1,79%	21,2
1905	3,46%	9,3	1954	4,40%	13,76	2003	1,61%	22,51
1906	4,07%	10,68	1955	3,61%	14,6	2004	1,62%	24,38
1907	6,70%	12	1956	3,75%	15,4	2005	1,76%	26,94
1908	4,43%	10,56	1957	4,44%	15,4	2006	1,76%	29,43
1909	4,27%	10,51	1958	3,27%	14,45	2007	1,87%	31,51
1910	5,19%	12,15	1959	3,10%	14,85	2008	3,23%	32,22
1911	5,16%	12,41	1960	3,43%	15,62	2009	2,02%	24,76
1912	5,12%	11,81	1961	2,82%	16,7	2010	1,83%	24,75
1913	5,97%	11,45	1962	3,40%	16,72	2011	2,13%	27,94
1914	5,71%	9,92	1963	3,07%	17,61	2012	2,20%	32,48
1915	4,54%	9,96	1964	2,98%	19,12	2013	1,94%	35,83
1916	5,71%	11,52	1965	2,97%	20,41	2014	1,92%	40,09
1917	10,15%	12,2	1966	3,53%	20,82			
1918	7,22%	8,24	1967	3,06%	20,56			
1919	5,94%	6,69	1968	2,88%	20,64			

Príloha č. 3 – Výsledky testovania na multikolinearitu pri regresných odhadoch jednotlivých analyzovaných spoločností

Allianz – Slovenská poisťovňa

Variance Inflation Factors

Minimum possible value = 1.0

Values > 10.0 may indicate a collinearity problem

vynosy	5,926
VH_zdan	1223,356
VH_pozdan	187,300
ROA	2036,898
Asset	70,850
ROE	58,275

$VIF(j) = 1/(1 - R(j)^2)$, where $R(j)$ is the multiple correlation coefficient between variable j and the other independent variables

Properties of matrix $X'X$:

1-norm = 48844961

Determinant = 7,2683841e+011

Reciprocal condition number = 9,6741599e-013

Sberbank Slovensko

Variance Inflation Factors

Minimum possible value = 1.0

Values > 10.0 may indicate a collinearity problem

vynosy	19,474
VH_zdan	4312,474
VH_pozdan	7072,226
ROA	6041,392
Asset	7,488
ROE	3310,128

$VIF(j) = 1/(1 - R(j)^2)$, where $R(j)$ is the multiple correlation coefficient between variable j and the other independent variables

Properties of matrix $X'X$:

1-norm = 25028543

Determinant = 1,4584917e+012

Reciprocal condition number = 7,4665122e-011

Tatra banka

Variance Inflation Factors

Minimum possible value = 1.0

Values > 10.0 may indicate a collinearity problem

vynosy	31,793
VH_zdan	624,425
VH_pozdan	92,011
ROA	227,708
Asset	333,194
ROE	2,460

$VIF(j) = 1/(1 - R(j)^2)$, where $R(j)$ is the multiple correlation coefficient between variable j and the other independent variables

Properties of matrix $X'X$:

1-norm = 8,3663707e+008
Determinant = 2,3646761e+016
Reciprocal condition number = 5,2808196e-013

VÚB

Variance Inflation Factors

Minimum possible value = 1.0

Values > 10.0 may indicate a collinearity problem

vynosy	24,071
VH_zdan	719,729
VH_pozdan	27,765
ROA	369,339
Asset	622,553
ROE	12,408

$VIF(j) = 1/(1 - R(j)^2)$, where $R(j)$ is the multiple correlation coefficient between variable j and the other independent variables

Properties of matrix $X'X$:

1-norm = 1,1691318e+009
Determinant = 2,1650301e+016
Reciprocal condition number = 1,637437e-013