

ЕФЕКТИ ОТКУПА СОПСТВЕНИХ АКЦИЈА НА БЕРЗАНСКУ ВРЕДНОСТ И ФИНАНСИЈСКИ ПОЛОЖАЈ МЛЕКАРА У СРБИЈИ¹

В. Павловић², С. Муминовић³, В. Грбић⁴

Резиме: Овај рад има за циљ да укаже како се откуп сопствених акција усмерен на спречавање штете по друштво одразио на берзанску вредност и финансијски положај млекара у Србији. Опредељење за компаније из млекарске индустрије последица је значаја млекарске индустрије за привреду Србије и релативно значајног откупа сопствених акција ових компанија у односу на откуп сопствених акција компанија из других привредних делатности. Истраживање ефеката откупа сопствених акција на тржишну вредност указало је да откуп сопствених акција није спречио даљи пад њихове вредности као и на бројне аномалије српског тржишта капитала.

Кључне речи: откуп сопствених акција, вредност акција, финансијски положај, криза

Увод

Велико интересовање истраживача за откуп сопствених акција не изненађује када се зна да је данас ово најчешће расправљана тема у салама за

¹ Рад представља део резултата истраживања на пројекту 179032 “Национална стратегија прилива страног капитала у циљу реинтеграције Србије у светске економске токове” и “Унапређење јавних политика у Србији у функцији побољшања социјалне сигурности грађана и одрживог привредног раста“, број 47004 финансираних од стране Министарства просвете и науке Републике Србије.

² Др Владан Павловић, ванред. проф., Мегатренд универзитет, Београд, Факултет за пословне студије, Београд, e-mail: vpavlovic@megatrend.edu.rs.

³ Др Саша Муминовић, финансијски директор за зависна предузећа, Јулон д.д. Љубљана, Словенија, члан групације Aquafil, e-mail: sasa.muminovic@aquafil.com

⁴ Др Владимир Грбић, ред. проф., Мегатренд универзитет, Београд, Факултет за међународну економију, Београд, e-mail: vgrbic@eunet.rs.

састанке из области финансија, а да је процена ризика компанија које откупљују сопствене акције примарни фокус инвестиционих фондова који су инвестирали у финансијске инструменте тих компанија (Henry, 2004, према: Павловић, Муминовић, 2011, стр. 266-277). Истраживања су показала да су ефекти откупљивања сопствених акција различити у зависности од мотива откупљивања сопствених акција, и сагласно томе, одабраној методи откупа, висине понуђене премије, процентом акција које се откупљују, процентом учешћа инсајдера у власништву, очекиваним перформансама предузећа и антиципираним тржишним ризиком (видети детаљније у: Тодоровић, 2008). Каснија истраживања су потврдила да су мотиви откупљивања сопствених акција под утицајем привредних циклуса (видети детаљније у: Павловић, Муминовић, 2011).

У Србији је о проблематици откупа сопствених акција такође расправљено. Тодоровић (2008) је указао на основне карактеристике откупа акција, методе откупа и ефекте откупа сопствених акција на развијеним тржиштима, приближавајући тиме ову материју домаћој јавности. Павловић (2010) је обрадио циљеве, методе и ефекте откупа сопствених акција указујући на различита нормативна решења у САД, ЕУ и Србији и наглашавајући актуелност откупа сопствених акција у контексту актуелне кризе. Вукашиновић Ј. и А. (2011) су дали значајан допринос домаћој рачуноводственој струци обрађујући питање књиговодственог евидентирања и билансирања откупљених сопствених акција. Павловић и Муминовић (2011) су анализирали међузависност берзанске вредности акција, мотива и обима откупа сопствених акција на примеру америчке привреде. Међутим, у Србији није спроведено ниједно истраживање са циљем утврђивања ефеката откупа сопствених акција. Павловић (2010) је изнео став да бројне српске компаније откупом сопствених акција нису спречиле штету по друштво, већ су допринеле томе да штета буде још већа, али поменути став није доказан.

Истражујући ефекте откупа сопствених акција америчких компанија Павловић и Муминовић (2011) истичу да „у условима разорних криза као што је актуелна, за компанију и постојане инвеститоре, је сврсисходније сачекати са откупом, истина потцењених, сопствених акција док криза не досегне дно и вредност акција не досегне свој минимум, уместо да се откуп сопствених акција започне у условима општег пада берзанског индекса. Јер се испоставило, да откуп сопствених акција, не само да није повећао њихову вредност, него није успео ни да заустави пад њихове вредности. Тиме би компанија у условима кризе и потцењених акција наградила постојане инвеститоре који су заиста заинтересовани за компанију, на рачун непостојаних, често спекулативних инвеститора у хартије од вредности.“

Важно је напоменути да се истраживања ефеката откупа сопствених акција на која се сви поменути радови позивају не могу сматрати релевантним за домаће прилике, као последица различитог степена развијености финансијских тржишта, различите нормативне регулативе и др. Примера ради, док је значајан део откупа сопствених акција у развијеним државама мотивисан менаџерским компензацијама, односно последица је емитовања опција на акције, у Србији је готово занемарљив број компанија које емитују опције на акције. Поред тога, за разлику од берзи развијених економија на којима компаније треба да испуне ригорозне критеријуме како би њихови финансијски инструменти били листирани на берзи, у Србији се компаније листирају по законској обавези, упркос томе што су акције великог броја компанија неликвидне, а перформансе компанија незадовољавајуће.

Овај рад има за циљ да укаже како се откуп сопствених акција одразио на финансијски положај и берзанску вредност компанија у млекарској индустрији. Опредељење за компаније из млекарске индустрије последица је значаја млекарске индустрије за привреду Србије и релативно значајног откупа сопствених акција ових компанија у односу на откуп сопствених акција компанија из других привредних делатности.

У Србији послује више од 200 млекара. Међутим 16 млекара заузима више од 80% тржишног учешћа. Реч је следећим млекарама: Имлек, Београд; Млекара Шабац; Сомбоled, Сомбор; Млекара Суботица; Млекопродукт Зрењанин (великих 5); Нишка млекара; Млекара Плана; Млекара Лозница; Млекара Младост, Крагујевац; Млекара Лесковац; Млекара Лазар, Блаце; Valletta d.o.o. Котража; Милкоп д.о.о. Рашка; Кић-Сопрану д.о.о. Крагујевац; Млекара Границе, Младеновац; и Кикиндска индустрија млека (млекаре средње величине). Поменуте млекаре запошљавају око 3.900 људи.

У млекарској индустрији су извршене значајне инвестиције, што не изненађује будући да је реч о једној од најпрофитабилнијих индустрија у Србији. Примера ради, у наведеним млекарама је у 2008. и 2009. години инвестирано 4.101.062.000 дин. у постројењску имовину док је у компаније које улазе у састав индекса Belex15 инвестирано 5.459.371.000 дин. О значају инвестиција, говори податак да је укупна имовина посматраних млекара у 2009. износила 31.597.508.000 дин., док је вредност имовине компанија које чине Belex15 износила 100.165.992.000 дин. Међутим, треба имати у виду да је наведени податак замагљен чињеницом да „Имлек“ улази у састав Belex15. Од укупних инвестиција које су извршиле компаније које улазе у састав Belex15 у 2008. и 2009. (5.459.371.000 дин), инвестиције „Имлек“-а чине 28,6% (1.561.238.000 дин.).

Сопствене акције су у условима кризе откупљивали „Имлек“, Београд и „Млекара Суботица“. Обе млекаре су у већинском власништву фонда Салфорд и заузимају 39,2% укупног тржишног учешћа (према: www.pks.rs).

1. Правни оквир за откуп сопствених акција у Републици Србији

Ефекти откупа на тржишну вредност су у великој мери условљени методом којом се откуп спроводи, а одабир методе је условљен циљем откупљивања (видети опширније у: Павловић, 2010). Будући да се законска решења значајно разликују од земље до земље, при чему неке земље имају веома либерално законодавство, док су у другим земљама предузећа ограничена на мали број допуштених метода откупа, непходно је осврнути се на законски оквир. Откуп сопствених акција у Србији је регулисан Законом о привредним друштвима. За разлику од досадашњих законских решења овај Закон не прописује основ за стицање сопствених акција, омогућујући стицање сопствених акција без ограничења уколико друштво има оформљене наменске резерве. Наведена законска решења могу на први поглед сугерисати да је у питању један изузетно либералан закон, док је он, међутим, по својој суштини, изразито рестриктиван (Павловић, 2010). Рестриктивност Закона се огледа у прописивању методе јавне понуде про-рата као једине методе откупа сопствених акција. Наиме, иако се Законодавац декларативно залаже да се компанијама омогући откупљивање сопствених акција у циљу спречавање знатније штете по друштво, оно је суштински онемогућено, будући да се сопствене акције не могу стицати откупом на отвореном тржишту. Наиме, про-рата стицање онемогућује спречавање знатније штете по друштво, будући да реализација откупа траје исувише дуго, док с друге стране, друштво не може у условима константног пада берзанских индекса да утврди цену откупа без штете по друштво.

Суочена са контрадикторношћу прокламованих циљева и допуштених законских решења, а оцењујући да намера законодавца није била да онемогући друштво да промтно реагује у случају поремећаја на тржишту, Комисија за хартије од вредности је 19.01.2006. године издала мишљење (бр. 3/0-04-617/8-05) којим се омогућава куповина сопствених акција на берзи у два случаја, и то: (1) услед потребе промтног реаговања због поремећаја на тржишту, како би се спречила већа и непосредна штета по друштво; (2) зарад стицања недостајућег броја акција по спроведеној јавној ванберзанској понуди. Наиме, могуће су ситуације да након спроведене процедуре стицања про рата сопствених акција, друштво није стекло број акција одређен одлуком о стицању, па би недостајући број сопствених акција друштво могло, након спроведене процедуре стицања про-рата, стећи и на берзи под тржишним условима.

2. Анализа ефеката откупа сопствених акција

2.1. Откуп сопствених акција "Имлека"

Акцијама "Имлека" се тргује на Београдској берзи од априла 2004. Акцијама "Имлека" се тргује континуираним методом. Номинална вредност акције износи 600 динара. Најнижа тржишна вредност забележена је у јуну 2004. године (384 динара), док је максимална вредност достигнута у априлу 2007. када је износила 3.001 динара.

"Имлек" је откупљивао сопствене акције и пре наступања кризе, али у скромном обиму. Током 2006 год. "Имлек" је откупио сопствене акције номиналне вредности 53.000 дин., док је у 2007. откупио сопствене акције номиналне вредности 266.000 дин. (Финансијски извештаји "Имлека" за 2006., 2007. и 2008. годину.) Све откупљене акције су накнадно и поништене. У условима пада индекса као последица наступајуће кризе, Управни одбор "Имлека" 16.04.2008. год. доноси одлуку о стицању сопствених акција (Одлука Управног одбора "Имлек" а.д. Београд бр.874) и упућује јавни позив и понуду за откуп сопствених акција свим законитим власницима обичних акција (www.belex.rs). Сагласно одредбама Закона о привредним друштвима, стицање сопствених акција се вршило методом про-рата. Број акција које је друштво намеравало да стекне ограничен је на 41.000 акција, што је представљало 0,43% од укупног броја издатих акција. Утврђена је откупна цена у износу од 1.850 динара по акцији, док је берзанска вредност износила 1.795 динара по акцији. Будући да не постоји законска обавеза да компанија која стиче сопствене акције у редовном поступку јавно обзнани разлоге стицања сопствених акција (видети ЗОП, члан.222 и 223.), о мотивима стицања сопствених акција се може само нагађати. Додуше, у изузетним случајевима, сходно члану 222, ст.5. управни одбор има обавезу подношења детаљног извештаја скупштини акционара о разлозима, броју, вредности, цени и проценту стечених сопствених акција на првој наредној скупштини, али заинтересованој јавности поменути извештај по правилу није доступан. Дакле, мотиви откупа сопствених акција су потенцијалним инвеститорима и заинтересованој јавности непознати. Ипак, чини се да је највероватнији мотив откупа био спречавање штете по друштво. Понуда је била отворена од 22.04.2008. до 23.05.2008.године (обавештење о јавном позиву и понуди за откуп сопствених акција је на сајту берзе објављено 21.04.2008.). Одређен је рок плаћања од највише 3 дана након затварања понуде (дакле крајњи рок је био 26. мај 2008. Отварање понуде је имало за последицу раст цене, те се цена у мају 2008.године кретала око 2.100 динара по акцији. Међутим, ефекти су били кратког века, те је већ у јулу исте године берзанска вредност пала на 1.700 динара. Након пада берзанске вредности, Управни одбор поново доноси одлуку о стицању сопствених акција 28.07.2008. год. (Одлука Управног

одбора "Имлека" бр.1593) Број акција које је друштво тада намеравало да стекне ограничен је на 8.200 акција, што је представљало 0,09% од укупног броја издатих акција. Понуђена откупна цена је остала 1.850 динара по акцији. Понуда је била отворена од 04.08.2008. до 03.09.2008.године, а обавештење о јавном позиву је на сајту берзе објављено 07.08.2008., дакле три дана након што је понуда отворена. Одређен је рок плаћања од највише 3 дана након затварања понуде (крајњи рок је био 6. септембар 2008.)

Тржишна вредност акција је 28.07.2008., када је друштво донело одлуку о стицању сопствених акција, износила је 1.850 дин., док је на дан отварања понуде 04.08.2008. тржишна вредност износила 1.736 дин. Цена је наставила да пада све до датума објављивања саопштења о јавном позиву 07.08.2008. када је износила 1.606 дин., док је прво значајније трговање у том временском интервалу забележено 08.08.2008. (1.719 акција) по цени од 1.650 дин., након чега је цена наставила са падом до 28.08.2008. када је пала на 1.600 дин., а затим се до 03.09.2008. благо опоравила те износила 1.749 дин. При томе, најинтензивније трговање у том периоду забележено је 27.08.2008., када је обим трговања био 9.060 акција по цени од 1.600 дин. по акцији и 26.08.2010, када је обим трговања био 2.211 по цени од 1.610 дин. по акцији.

Дакле, у целом интервалу у коме су заинтересовани акционари могли да депонују акције по упућеној јавној понуди друштва за стицање сопствених акција про-рата методом по цени од 1.850 дин. на берзи се трговало по знатно нижим ценама.

По затварању јавне понуде, вредност акције бележи константан пад уз повремене благе опоравке, те 16.10.2008., на дан када друштво доноси одлуку о стицању сопствених акција на берзи, сагласно мишљењу Комисије за хартије од вредности којим се омогућава куповина сопствених акција на берзи, вредност акције износи 1.190 динара. Друштво доноси одлуку да откупи до 5% од укупно издатих 9.529.610 обичних акција са правом гласа у циљу спречавања веће непосредне штете по друштво (Одлука о стицању сопствених акција на организованом тржишту бр. 2078). У Одлуци се наводи да ће се стечене акције отуђити најкасније у року од годину дана од дана стицања, из чега јасно произилази да је управа "Имлека" веровала у опоравак вредности акција у том периоду. Чак, и да је уследио опоравак берзе, овај оптимизам је тешко разумљив, будући да је велико питање да ли би реемисија 400.000 акција, колико је друштво намеравало да откупи у циљу спречавање штете, успела. Ово посебно када се зна да је тек мали број српских компанија емитовао акције унапред познатим купцима, а да су најзначајнији инвеститори Република Србија и постојећи акционари. (видети опширније у: Павловић, Муминовић, 2010) А, очекивања да ће српска

привреда брзо изаћи из економске кризе су нереална (видети детаљније у: Стевановић и сар. 2010)

Након доношење Одлуке о стицању сопствених акција, акције "Имлека" бележе привремени раст те 24.10.2008. достижу вредност од 1.397 дин. Након тога, поново бележе пад, те 31.12.2008. тржишна вредност износи 1.099 дин. Из финансијских извештаја се види да је од маја до августа 2008. године, "Имлек" откупио 427.346 сопствених акција по цени од 1.850 динара по акцији (Напомене уз финансијске извештаје за 2008. год. Према: www.imlek.rs), те је по тој основи исплатио 790,59 милиона динара акционарима (према: Извештај о новчаним токовима за 2008.).⁵ Из Напомена и информација објављених на сајту Београдске берзе, произилази да је свих 427.346 акција откупљено по јавној понуди од априла 2008. године, када је друштво објавило да намерава да стекне 41.000 акција. Јер следећа јавна понуда је затворена почетком септембра. Чињеница да су све акције откупљене по 1.850 дин. указује да акције нису откупљиване на берзи по текућим ценама.

Закључак је да откупљене сопствене акције и најаве програма откупљивања сопствених акција у 2008. годину нису спречили тренд пада тржишне вредности упркос порасту пословних прихода у 2008. години у односу на 2007. годину за 41,27%, расту пословног добитка за 107,4% и расту добитка пре опорезивања за 125,28%. Цена „Имлекових” акција је на Београдској берзи у 2008. години пала за целих 59% (акција "Имлека" је 01.01.2008. вредела 2.698 дин.), док је разлика између откупне цене акција (1.850 РСД по акцији) и вредности акција на крају године износила 751 РСД по акцији, што укупно износи преко 320 милиона динара.

Почетком 2009. акције "Имлека", уз повремене осцилације, и даље бележе пад вредности, те им у фебруару 2009. тржишна вредност износи 838 дин. Откупом сопствених акција на берзи, "Имлек" успева да на пар дана подигне тржишну вредност на 1.389 динара. (18.02.2009.) да би у марту поново пала на испод 1.000 динара. У мају се поново бележи тренд раста те акција поново прелази вредност од 1.000 динара и током октобра постиже вредност од 1.800 динара, након чега поново бележи пад те 31.12.2009. берзанска вредност акције износи 1.490 динара. Током децембра 2009. године Управни одбор доноси нову одлуку о стицању сопствених акција до 5% укупно издатих обичних акција у циљу спречавања веће непосредне штете по друштво (Одлука о стицању сопствених акција на организованом тржишту

⁵ Откупљене су и 442 сопствене акције од несагласних акционара приликом статусне промене спајања уз припајање са Новосадском млекарском извршене 24.12.2007.

бр. 3126 од 18.12.2009. Одлука о стицању сопствених акција објављена је на сајту Београдске берзе 14.01.2010.).

Током 2009. године откупљено је укупно 30.325 сопствених акција, док су све претходно прибављене сопствене акције поништене. Откупљене сопствене акције током 2009. године су поништене у јулу 2010. године. Цена акције "Имлека" на Београдској берзи је у 2009. порасла за 37%, односно са 1.084 РСД/акцији 01.01.2009. на 1.490 РСД/акцији 31.12.2009.године.

Испоставља се, да је у 2008. у којој је издвојено 790,59 мил.РСД за откуп 427.346 сопствених акција, цена пала за 59%, док је у 2009., у којој је откуп био симболичан у односу на 2008. (откупљено је само 30.325 акција), цена порасла за 37%. У 2009. је у односу на 2008.годину, остварен мањи обим трговине овом акцијом, док је цена акције са 2.698 РСД/акцији, колико је износила 03.01.2008., пала на 1.490 РСД/акцији 31.12.2009.

При томе, резултати пословања су у 2008. далеко надмашили резултате пословања у 2009. Док је у 2008. години, забележен раст пословних прихода за 41,27%, раст пословног добитка за 107,4%, раст добитка пре опорезивања за 125,25% и раст нето добитка за 118%, у 2009. је забележен пад пословних прихода за 7,33%., уз раст пословног добитка од 37,37% као последица већег пада пословних расхода од пада пословних прихода. Нето добитак је пао за 3,67%, али у највећој мери захваљујући високим осталим приходима из 2008. (који се природно нису поновили).

Тешко се може установити у којој мери је промена вредности акција последица откупа сопствених акција, а у којој мери резултат других догађаја, насталих у самом предузећу или у окружењу, и на развијеним финансијским тржиштима, а камоли на плитким, односно неразвијеним финансијским тржиштима какво је српско тржиште капитала. Може се само нагађати колико би пала цена акција у 2008. да "Имлек" није откупљивао сопствене акције. Може се констатовати, да је у 2008. вредност акција пала мање него што су пали индекси, односно акције "Имлека" су у 2008. год. пале за 59,3%, док је Belex15 пао за 75,3%, а Belexline за 68,5% (види табелу бр.1), док је у 2009. берзанска вредност акција "Имлека" расла више него су расли индекси. Берзанска вредност акције "Имлека" је у 2008. год. порасла за 35,6%, у док је Belex15 забележио раст од 17,4%, а Belexline раст од 9,5%.

Међутим, констатација да је пад индекса Belex15 и Belexline у 2008. већи од пада вредности акција "Имлека", никако се не може директно довести у везу са откупом сопствених акција. Јер, за разлику, од већине компанија које улазе у састав индекса Belex15 и Belex line које су, услед преливања кризе на српску привреду, забележиле пад прихода и добитка у 2008., "Имлек" је значајно повећао рентабилност.

Важно је истаћи чињеницу да акције "Имлека" спадају у атрактивне акције на српском тржишту капитала. Укупни обим трговања акцијом "Имлека" на Београдској берзи у 2008.години износио је 373.729 акција, односно 668,901 мил.РСД укупног промета⁶, а у 2009. год. 180.486 акција, односно 236,746 мил.дин. укупног промета. У 2009.год. у односу на 2008. забележен је пад обима трговине за 52% и пад вредности укупног промета акцијама за 65%. Просечна пондерисана цена акције је са 1.790 РСД/акцији у 2008.год. пала на 1.312 РСД/акцији у 2009.год.

Табела 1. Промена цена акције ИМЛК и МЛСУ и вредности берзанских индекса у периоду 2005. - 2010.

	BELEXline	BELEX15	МЛСУ	ИМЛК
цена акције / вредност индекса на дан				
31.12.2005	1.954,35	1.060,21	1.446	1.540
31.12.2006	2.658,16	1.675,20	1.250	1.300
31.12.2007	3.830,84	2.318,37	3.190	2.698
31.12.2008	1.198,34	565,18	1.750	1.099
31.12.2009	1.311,84	663,77	940	1.490
31.12.2010	1.282,66	651,78	1.650	1.900
промена у %				
2006	36,0%	58,0%	-13,6%	-15,6%
2007	44,1%	38,4%	155,2%	107,5%
2008	-68,7%	-75,6%	-45,1%	-59,3%
2009	9,5%	17,4%	-46,3%	35,6%
2010	-2,2%	-1,8%	75,5%	27,5%

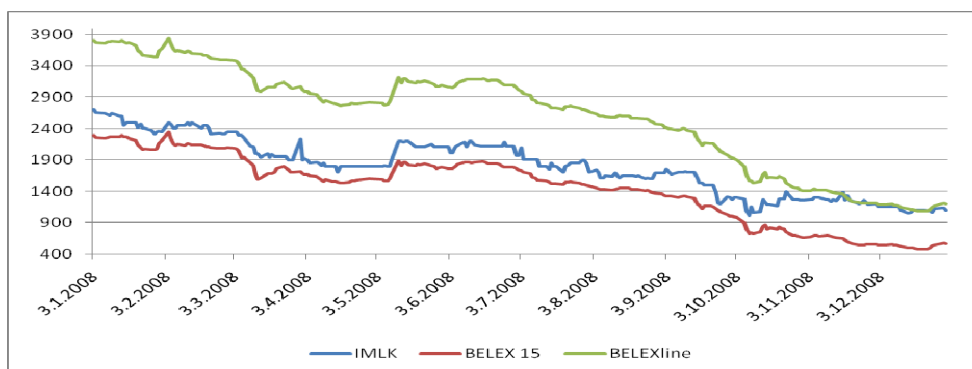
Извор: Прорачуни аутора на основу www.belex.rs.

Последњих година се у литератури све чешће истиче да откупом сопствених акција компаније могу да погоршају финансијски положај. Овоме је нарочито допринела све учесталија пракса компанија да значајан део, или чак целокупан откуп финансирају из дуга (видети опширније у: Павловић, Муминовић, 2011). Из финансијских извештаја се види да је од маја до августа 2008. године, "Имлек" откупио 427.346 сопствених акција по цени од 1.850 динара по акцији (према: Напомене уз финансијске извештаје за 2008.), те је по тој основи исплатио 790,59 милиона динара акционарима (према:

⁶ Поређења ради, акцијама Млекаре Суботица у 2008.години на Београдској берзи остварен је укупни промет од 2.290 мил.РСД, односно 1.135 акција.

Извештај о новчаним токовима за 2008.).⁷ У 2008. години су пословни приходи повећани за 41%, пословни расходи за 38%, што је довело до повећања пословног добитка за 107%. Ипак, важно је нагласити да су приходи по основу повећања вредности залиха повећани за 689.648.000 дин. Cash flow⁸ (нето прилив из пословних активности) је опао за 65%, као последица тога што су одливи из пословних активности повећани за 50%, док су приливи из пословних активности повећани за свега 33%. Значајно повећање добитка пре опорезивања (за 125%,) је пре свега последица насталих осталих прихода, који су забележили повећање од 386%.

Графикон 1. Кретање цена акције "Имлека" у 2008.години



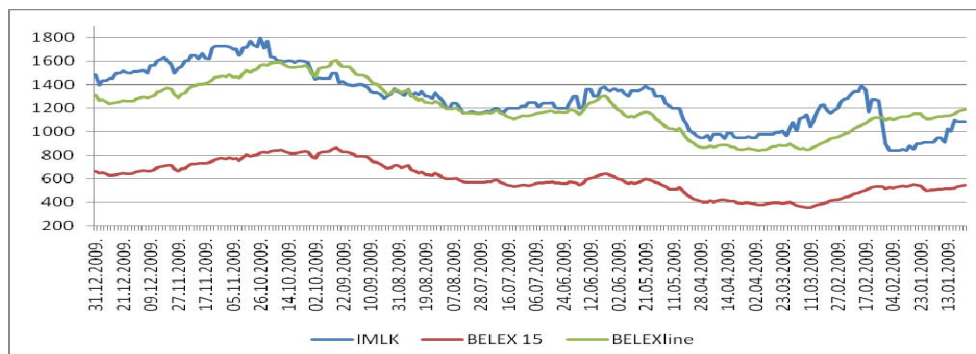
Извор: Прорачуни аутора на основу www.belex.rs.

Нето добитак у 2008. год. износи 900,889 милиона динара, док је смањење сопственог капитала по основу откупа сопствених акција 790,59 милиона динара. Када се узму у обзир и исплаћене дивиденде, укупно умањење сопственог капитала у 2008. износи 1.152,144 милиона динара.

⁷ Откупљене су и 442 сопствене акције приликом статусне промене спајања уз прилајање са Новосадском Млекарном.

⁸ О cash flow концепту и извештавању о новчаним токовима видети тедаљније у: Павловић, В., Теорија и анализа биланса, Мегатренд универзитет, Београд, 2010.

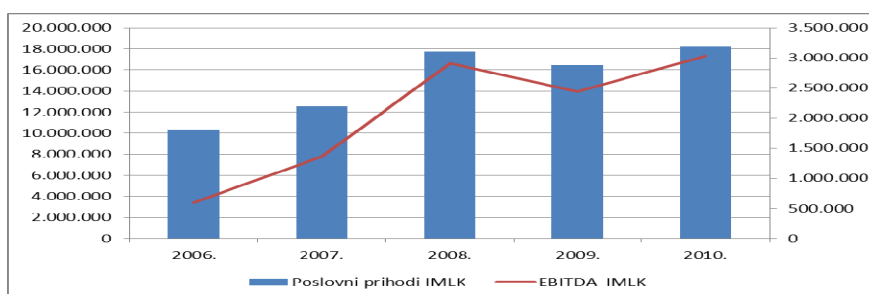
Графикон 2: Кретање цена акције "Имлека" у 2009. години



Извор: Прорачуни аутора на основу www.belex.rs.

Нето обртни фонд (НОФ) је у 2007. износио 790,4 милиона дин., док је у 2008. износио 2.239,4 милиона дин. Наведено повећање НОФ последица је смањења сталне имовине и повећања дугорочних кредита. Сопствени НОФ је у 2007. био негативан и износио је -1.220,7 милиона дин., док је у 2008. такође био негативан и износио је -1.073,7 милиона дин. Наведено је последица смањених нематеријалних улагања и смањених дугорочних финансијских пласмана. У 2007. години НОФ је покривао залихе са 75,44%, док је у 2008. години покривао залихе са 108%. На основу посматрања НОФ-а не може се тврдити да је откуп сопствених акција у 2008. погоршао финансијски положај друштва. Међутим, имајући у виду чињеницу да је cash

Графикон 3. Кретање пословних прихода и ЕБИТДА



Извор: Прорачуни аутора на основу www.belex.rs

flow опао за 65%, уз познате, перманентне проблеме српске привреде са великвидношћу и надлазећу кризу, опрезност је налагала да се уместо

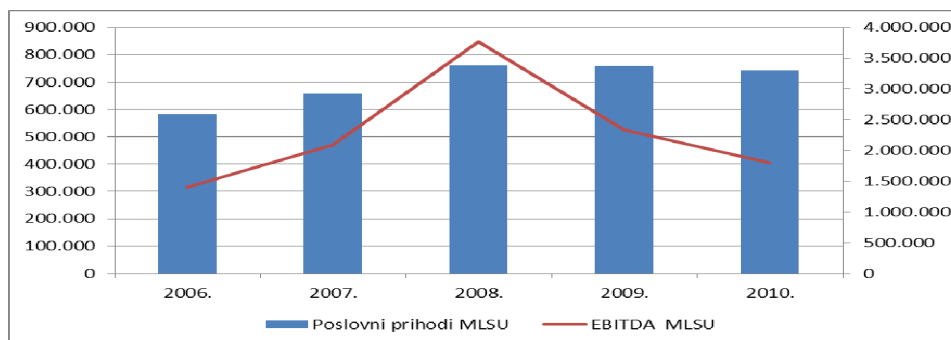
повећања дугорочних кредита за 1.305.199.000 дин, (што представља повећање од преко 66%) компанија ипак определи да сопствени капитал у тој мери не умањује.

2.2. Откуп сопствених акција Млекаре Суботица

Млекара Суботица је у 2007., 2008. и 2009. остварила принос на укупну имовину 9,48%, 10,33% и 12,88%, респективно, и принос на сопствени капитал 10,13%, 22,22% и 9,8%, респективно. Упркос томе што стопа приноса на укупну имовину и стопа приноса на сопствени капитал указују да се рентабилност млекаре поправила у 2008. години, у ствари је дошло до пада пословног добитка за 8,15%, као последица већег раста пословних расхода од раста пословних прихода. Повећање стопе приноса на сопствени капитал у 2008. је пре свега последица умањења ревалоризационих резерви (666.995.000 дин.) и нераспоређеног добитка (179.721.000 дин.) као и високих осталих прихода (450.488.000 дин.).

Упркос томе што у 2009. долази до пада приноса на сопствени капитал са 22,22% на 9,8%, млекара показује побољшање зарађивачке способности будући да је забележено повећање пословног добитка за 32,91%. Наведено побољшање последица је већег раста пословних прихода од раста пословних расхода, што је праћено и значајним повећањем cash flow-а. Пад приноса на сопствени капитал последица је пре свега значајног повећања осталих расхода (повећање од 36,21%) као и високих осталих прихода у 2008.

Графикон 4. Кретање пословних прихода и ЕБИТДА



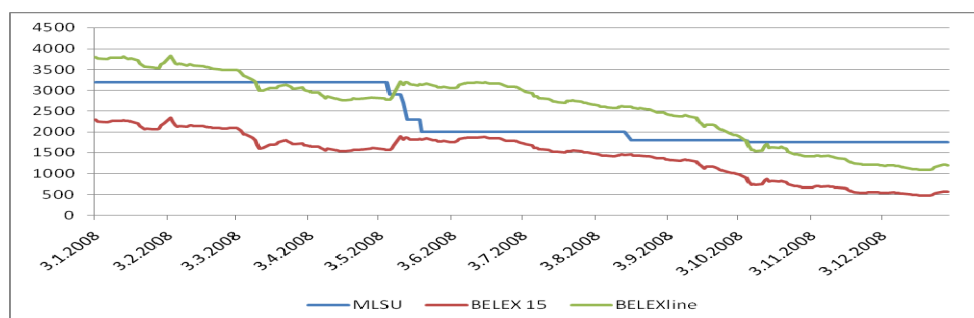
Извор: Прорачуни аутора на основу www.belex.rs

Млекара Суботица је откупљивала сопствене акције у периоду од 26. маја 2008. до 25. јуна 2008. Понуда за стицање гласила је на 22.500

сопствених акција про-рата по цени од 1.800,00 динара, иако је у том моменту тржишна цена била 2.000 динара (www.belex.rs). До затварања понуде акционари су депоновали значајно већи број акција, упркос томе што је у периоду трајања понуде цена на берзи износила 2.000,00 динара, те је на крају понуде „Млекара” од својих акционара купила чак 22 пута више акција него што је намеравала, односно 502.578 акција. Продаја акција по цени нижој од берзанске је могуће само уколико је реч о неликвидној акцији. Чињеница да је понуђена цена нижа од берзанске вредности акције потпуно обесмишљава сваку даљу анализу. Сходно очекиваном, Управни одбор је 31.03.2009.године донео Одлуку о смањењу основног капитала поништењем сопствених акција, чиме је поништено свих 502.578 обичних акција. (Проспект издаваоца за организовање трговања на тржиштима берзе. Према: www.belex.rs)

Како је приказано на графикаону 3, откуп сопствених акција није вратио/успоставио поверење у акцију, те је берзанска вредност акција наставила да клизи, али је број акција којима се трговало значајно порастао. Акција је постала ликвиднија, али по дупло нижој цени.

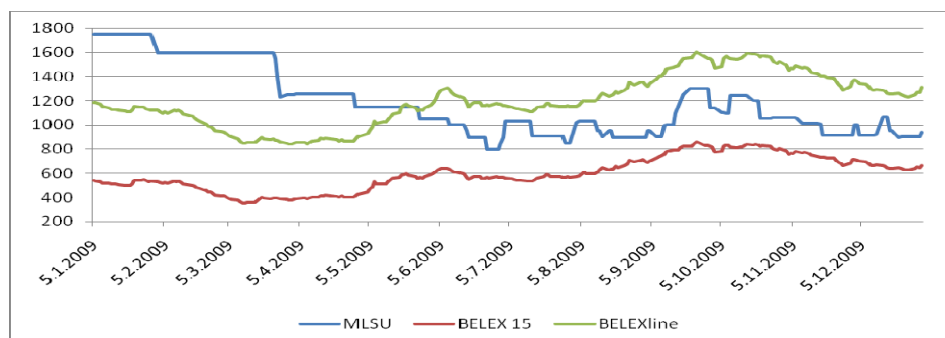
Графикон 5. Кретање цена акције „Млекаре Суботица“ у 2008.години



Извор: Прорачуни аутора на основу www.belex.rs

Дакле, у 2008. год. у којој је издвојено 904,640 мил.РСД за откуп сопствених акција, берзанска вредност акција је пала за 45,1%, а у 2009.години, када откупа сопствених акција, није било, берзанска вредност је пала за 46,3% (види табелу бр. 1). Због чињенице да акције млекара у Србији важе за добре и перспективне, пад цена у 2009.год. допринео је знатном порасту трговине овом акцијом. Цена акције је од 3.190 РСД/акцији 3.1.2008.године пала на 940 РСД/акцији 31.12.2009.године.

Графикон б. Кретање цена акције „Млекаре Суботица“ у 2009.години



Извор: Прорачуни аутора на основу www.belex.rs

Анализа финансијског положаја Млекаре Суботица указује да је 2008. год. дошло да значајног повећања дугорочних обавеза. Наиме, дугорочне обавезе су у 2007. износиле 39.557.000 дин., док су у 2008. износиле 399.852.000 дин. ([www.belex.rs.](http://www.belex.rs)) што представља повећање за 360.295.000 дин., односно представља повећање од 911%. Постројењска имовина је повећана за 125.184.000 дин., што чини повећање од 7%, при чему, су залихе готово дуплиране (повећане су за 198.785.000 дин.), док су краткорочне обавезе повећане за 72.596.000 дин., што чини повећање од 14%, а посматрано заједно са одложеним обавезама за 14,85%. С друге стране, дугорочни финансијски пласмани су смањени за 875.455.000 дин. Степен покривености обртних средстава и степен покривености залиха нето обртним фондом је смањен. Поред тога, Млекара је у 2008. у значајној мери извршила супституцију сопственог капитала обавезама. Рацио сопствени капитал/обавезе износио је у 2007.год. 6,39, док је у 2008. износио 2,52.

Закључна разматрања

На развијеним тржиштима су вршена бројна истраживања о ефектима откупа сопствених акција на берзанску вредност. Уколико се акције откупљују са циљем указивања инвеститорима да је дотична акција потцењена, најаву откупа најчешће има за последицу повећање њене берзанске вредности. У условима кризе, акције се често откупљују са намером спречавања пада њене берзанске вредности. Међутим, у условима разорних криза, као што је текућа криза, поставља се питање сврсисходности откупљивања сопствених акција и на развијеним тржиштима, будући да откуп често не спречава даљи пад њихове вредности. У таквим условима корист од откупа имају непостојани акционари и шпекулантивни

инвеститори док негативне консеквенце сnose постојани инвестирори и сама компанија. (Павловић, Муминовић 2011) Изнети закључци који се односе на компаније које улазе у корпу S&P500 (Павловић, Муминовић 2011), показују се тачним и на примеру анализираних млекара, будући да су корист од откупа имали акционари који су продали своје акције компанији по вишим вредностима од текућих берзанских цена, док су штету претпели постојани акционари и саме компаније, јер је берзанска вредност акција наставила да пада и након откупа. Имајући у виду дубину и разорност кризе, наставак пада берзанске вредности не представља изненађење. Глобална криза је тешко погодила српску привреду, а за разлику од других држава, српска привреда је била у кризи и пре настанка и ширења глобалне финансијске кризе. (видети детаљније у: Стевановић и сар. 2008).

Истраживање ефеката откупа сопствених акција на примеру "Имлека" и суботичке „Млекарe“ је указало да најави и откуп сопствених акција нису имале за последицу позитивне ефекте. Поред тога, истраживање је указало на бројне аномалије српског тржишта капитала, односно Београдске берзе. Наиме, у развијеним економијама није забележен случај да компанија најави откуп сопствених акција по нижим ценама од тржишних. Јер би то, на развијеном (нормалном) тржишту, значило да компанија шаље инвеститорима сигнал да је берзанска вредност акције прецењена, што представља нонсенс. Ово је у Србији могуће као последица тога што се на Београдској берзи листирају и неликвидне акције. А наведено значи да берзанске вредности појединих акција на Београдској берзи уопште не представљају тржишне вредности тих акција, према дефиницији тржишне вредности. Пример суботичке „Млекарe“ показује колико резултати тестирања појединих модела развијених за потребе развијених тржишта капитала могу дати у Србији бесмислене и погрешно интерпетиране резултате. Чињеница да је обавештење о јавном позиву откупа сопствених акција "Имлека" обелодањено на сајту берзе три дана након што је понуда отворена, потпуно обесмишљава анализу ефеката најаве откупа на берзанску вредност акција.

Анализа ефеката откупа сопствених акција на примеру компаније "Имлек", показала је да откуп сопствених акција у 2008. није спречио тренд пада тржишне вредности упркос значајном порасту пословних прихода, пословног добитка и добитка пре опорезивања.

Према, најавама компанија, сопствене акције нису стицане са намером њиховог поништавања. Ипак, откупљене сопствене акције су поништаване, што не изненађује, будући да се ништа друго није ни могло очекивати. Према томе, откуп сопствених акција је код обе компаније довео до трајног смањења сопственог капитала.

Испоставља се, и да су обе компаније повећале степен задужености у години (2008.) у којој су откупљивале сопствене акције. Код суботичке „Млекарe" је дошло и до смањења степена покривености обртних средстава и степена покривености залиха нето обртним фондом, док код "Имлека" није забележено смањење покривености залиха нето обртним фондом, као резултат значајног смањења нематеријалних улагања и дугорочних финансијских пласмана.

Дакле, компаније нису успеле да откупом сопствених акција зауставе пад берзанске вредности својих акција. С друге стране, претвориле су ликвидна средства у сопствене акције које су даље губиле на вредности, те су напослетку и поништене. То значи да су шпекулативни инвеститори могли продати своје акције друштву, а након одређеног временског периода за примљени износ купити већи број акција него што су продали. Природно, када један добија, неко други мора да губи. У овом случају су изгубили сви постојани акционари. За откуп сопствених акција, обе млекарe су у 2008. ангажовале 1.695,230 мил.РСД! Имајући у виду дубину надолazeће кризе и висину каматних стопа, са становишта друштва је опрезније било јачати учешће сопственог капитала.

Компаније се у принципу не продају у кризи, сем уколико не дођу и ситуацију да не могу да носе терет камата и других трошкова по кредитима и/или уколико су под притиском банака да врате кредите. А инвестициони фонд "Салфорд" је управо најавио продају "Имлека" и суботичке "Млекарe". (Према: www.ekapija.com)

Литература

1. Вукашиновић, Ј., Вукашиновић, А. (2011): *Рачуноводствено обухватање стицања сопствених акција*, Рачуноводство, вол. 55(5-6), стр. 21-33
2. Павловић, В., Муминовић, С. (2011): *Међузависност берзанске вредности акција, мотива и обима откупа сопствених акција*, Економика пољопривреде (58) бр. 2, стр. 265-280
3. Павловић, В. (2010): *Откуп сопствених акција - циљеви, методи и ефекти*, Рачуноводство, вол.54 (3-4), Београд, стр. 63-79
4. Павловић, В., Муминовић, С. (2010): *Значај развоја финансијских тржишта за српску привреду*, Индустрија вол. 38(4), Економски институт, Београд, стр. 41-67
5. Павловић, В. (2010): *Теорија и анализа биланса*, Мегатренд универзитет, Београд

6. Поповић, Р. И. (2009): *Структурне промене на тржишту млечних производа у Србији*, Прехрамбена индустрија - млеко и млечни производи, 20(1-2), 7-11.
7. Производња и тржиште млека у Србији, Привредна комора Србије, Удружење за пољопривреду, прехранбену и дуванску индустрију и водопривреду, 29.10.210.
8. Стевановић, С., Ђоровић, М., Милановић, М. (2008): *Анализа неких резултата досадашње транзиције у Србији и источноевропским земљама*. Економске теме, Ниш, вол. 28, бр. 3, стр. 99-110
9. Стевановић, С., Ђоровић, М., Милановић, М. (2010): *Светска финансијска криза и њене последице на привреду Србије*, Економика пољопривреде, вол.57 (3): 353-368
10. Тодоровић, М. (2008): *Чему служе откупи (сопствених) акција?*, Економика предузећа, бр. 7-8
11. Финансијски извештаји компаније „Имлек“, Београд
12. Финансијски извештаји компаније „Млекара Суботица“

Сајтови:

13. www.belex.rs
14. www.imlek.rs
15. www.mlekara.rs
16. www.pkr.rs
17. www.sec.gov.rs
18. www.ekapija.com

Примљено: 03.10.2011.

Одобрено: 02.12.2011.

UDC: 336.763:6371

**THE EFFECTS OF STOCK REPURCHASE ON THE MARKET
VALUE AND ON THE COMPANY'S FINANCIAL POSITION
OF DAIRIES IN SERBIA**

Vladan Pavlović¹, Ph.D., Saša Muminović², Ph.D., Vladimir Grbić¹, Ph.D.

¹ Megatrend University, Belgrade, Serbia

² Julon, d.d., Ljubljana, Slovenia, Member of the Aquafil Group

Summary

This paper aims to show how the stock repurchase, aimed at preventing damage for company, was reflected on the stock price and financial position of companies of Serbian dairy industry. The choice of companies in the dairy industry is the result of significance of dairy industry for the Serbian economy and relatively significant stock repurchase of these companies in relation to the stock repurchase of companies in other sectors. Research on effects of stock repurchase on the market value indicated that the stock repurchase did not prevent a further decline in their value, as well as the numerous other anomalies of the Serbian capital market.

Key words: stock repurchase, share buybacks, share value, financial position, crisis

Author's Address:

Dr Vladan Pavlović
Fakultet za poslovne studije, Beograd
Megatrend Univerzitet
Goce Delčeva 8
11070 Beograd
Republika Srbija
e-mail: vpavlovic@megatrend.edu.rs