

## МЕЉУЗАВИСНОСТ БЕРЗАНСКЕ ВРЕДНОСТИ АКЦИЈА, МОТИВА И ОБИМА ОТКУПА СОПСТВЕНИХ АКЦИЈА

В. Павловић<sup>1</sup>, С. Муминовић<sup>2</sup>

**Резиме:** Анализа међузависности берзанске вредности акција и откупа сопствених акција у САД показује да су најобимнији откупи сопствених акција вршени при највишим берзанским вредностима, при чему су акције највероватније биле и прецењене, док су откупи били далеко скромнији у условима јасне потцењености вредности акција, чак и при високим резервама ликвидности. Испоставља се, да се компаније понашају управо обрнуто од других инвеститора: купују акције када су најскупље, уместо када су најјефтиније. Следећи закључак анализе је, да је у условима разорних криза у најбољем интересу компаније и постојаних инвеститора заинтересованих за саму компанију, сачекати док криза не досегне дно и вредност акција не досегне свој минимум, будући да се показало да откуп сопствених акција, не само да није повећао вредност акција, него није успео да заустави ни пад њихове вредности.

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

### Увод

Откупљивање сопствених акција постаје све интензивније након 80-тих година двадесетог века, када се све више америчких компанија окреће откупу сопствених акција помоћу расположивих или позајмљених новчаних средстава. Све већи значај тржишта капитала и либерализација прописа допринела је све интензивнијем откупу сопствених акција и европских компанија. У САД је од 1985. године до 1996. године вредност откупљених

<sup>1</sup> Др Владан Павловић, ванред. проф., Факултет за пословне студије, Београд, Мегатренд универзитет, Београд, е-mail: [vpavlovic@megatrend.edu.rs](mailto:vpavlovic@megatrend.edu.rs)

<sup>2</sup> Др Саша Муминовић, финансијски директор за зависна предузећа, Јулон д.д. Љубљана, Словенија, члан групације Aquafil, е-mail: [sasa.muminovic@aquafil.com](mailto:sasa.muminovic@aquafil.com)

акција повећана за 650% (Albouy and Morris, 2006). У Канади су најаве откупа сопствених акција такође значајно повећане између 1980. године и 1990. године, а 17% компанија котираних на Торонтској берзи (Toronto Stock Exchange) су у том периоду најавиле откупе сопствених акција (Albouy and Morris, 2006). У Француској је у периоду од 1998 до 2001. године најављено 1.360 програма откупа сопствених акција (Albouy and Morris, 2006). Постоје чак процене које указују да се у дужем низу година више акција откупљује него што се емитује (Тодоровић, 2009).

Stefan Selig, инвестициони банкар и бивши подпредседник Bank of America Securities наводи да је откуп акција данас најчешће расправљана тема у салама за састанке из области финансија. (Henry, 2004).

Уколико је законски омогућено, компанијама стоје на располагању неколико метода за откуп сопствених акција. Најчешће коришћене методе су: метода јавне понуде за откуп акција, холандска аукција, откуп на берзи, и откуп на основу непосредних преговора са акционаром који поседује значајнији проценат акцијског капитала. Опредељење за методу којом ће се откуп извршити произилази из циља који се жели откупом постићи и конкретне ситуације у којој се компанија налази.

### **1. Мотиви откупљивања сопствених акција**

Уколико не постоје законска ограничења, компаније откупљују сопствене акције због следећих разлога: (1) поврата новца акционарима; (2) стимулесања запослених, пре свега менаџмента компаније без повећања укупног броја акција (stock – options); (3) повећања берзанске вредности акција; (4) стицањем удела у капиталу других компанија при чему се откупљене акције користе као платежно средство или као покриће емитованих конвертибилних хартија од вредности, односно обвезница које се могу конвертовати у капитал (конвертибилне обвезнице), односно као покриће за емитоване варанте; (5) трансформисања компаније у затворено друштво, или повећања учешћа доминантних акционара; (6) остваривања капиталног добитка након накнадне продаје; (7) спречавања непријатељског преузимања; (8) по сили закона; (9) подржавања уговора о одржавању ликвидности акција<sup>3</sup> (Павловић, 2010).

Поједини аутори сматрају да се мотиви откупа сопствених акција мењају током времена (Dittmar, 2000; Weston and Sui, 2003), што је Dittmar (2000) и емпиријским путем потврдио.

---

<sup>3</sup> Уговор о одржавању ликвидности је уговор између компаније и банке или агента усмерен на повећање ликвидности акција компаније.

Weston и Sui (2003) наводе да је основни мотив откупљивања сопствених акција почетком 80-тих година двадесетог века била тржишна потцењеност акција. Средином 80-тих доминирали су мотиви повезани са фискалним предностима и одбраном од преузимања. Основни мотив откупа крајем 80-тих, дакле у време краха берзе био је у стицању потцењених акција. Најзад, крајем 90-тих година, откуп сопствених акција је претежно мотивисан спречавањем смањења добитка по акцији, услед издавања опција на акције.

До недавно, програми откупа сопствених акција су посматрани као средство за исплату вишка готовине инвеститорима. Ипак, у последње време, све више компанија прибегава задуживању како би финансирани откуп сопствених акција, што може да има значајне последице по њену финансијску флексибилност. Шта више, неке компаније су значајан део, или чак целокупан откуп финансирале из дуга.

Примера ради, Limited Brands Inc. је новембра 2004. године дао јавну понуду за откуп сопствених акција у вредности од 2 милијарди УС долара, од чега је половина откупа финансирана из дуга, док је истог месеца HCA Inc. дала јавну понуду за откуп 13% сопствених акција укупне вредности 2,5 милијарди УС долара, што представља према Thomson Financial<sup>4</sup> до тада највећу јавну понуду за откуп сопствених акција. При томе, целокупан откуп је финансиран задуживањем (Henry, 2004). Најава откупа је имала за последицу раст вредности акција од 3,3% током трајања тендера. Али откуп није имао за последицу само раст вредности акција, већ и погоршавање финансијског положаја, будући да је целокупан откуп финансиран из дуга. Не само да је HCA финансирала откуп из дуга, него је у трећем кварталу 2004. године остварила нижи принос од очекиваног. Као последица тога, Standard & Poor's и Fitch Ratings су снизили рејтинг обвезница, категорисајући их као "junk"<sup>5</sup> обвезнице (Henry, 2004). Одлука о финансирању откупа из дуга је још више изненађујућа када се зна да је Moody's Investors Service HCA-ове обвезнице категорисао као "junk" обвезнице и пре објављивања јавне понуде за откуп сопствених акција.

Michael Roberge из инвестиционог фонда MFS Investment Management, који је октобра 2004. године инвестирао у обвезнице HCA, наводи да је процена ризика компанија које откупљују сопствене акције, а у чије обвезнице је фонд инвестирао, фокус број 1 фонда. (Henry, 2004).

Бројна истраживања вршена у САД потврдила су повезаност између програма издавања опција на акције и програма откупа сопствених акција

---

<sup>4</sup> Априла 2008. год. The Thomson Corporation се спојио са Reuters чиме је формирао нову компанију: Thomson Reuters.

<sup>5</sup> "Junk" обвезнице представљају обвезнице најслабијег квалитета.

(Hurtt, Kreuze and Langsam, 2008; Bens and all, 2003; Kahle, 2002; Fenn and Liang, 2001; Dittmar, 2000; Bartov, Krinsky and Lee, 1998; Jolls, 1998). Hurtt, Kreuze и Langsam (2008) тумаче све учесталију праксу финансирања откупа акција из дуга намером управе да спречи емитовање нових акција и пад добитка по акцији по основу издатих опција на акције.

Christine Jolis наводи да је половина целокупног откупа сопствених акција у САД мотивисана менаџерским компензацијама. (Song, 2002). Siegel (2006) такође наводи да се откуп сопствених акција у највећем броју случајева врши као последица емитовања опција на акције.

Према анализи Credit Suisse First Boston групе, која се односила на компаније које улазе у Standard&Poor's 500<sup>6</sup>, за период од 1999. до 2003. године, три четвртине извршеног откупа сопствених акција мотивисано је програмима компензација у акцијама (Hurtt, Kreuze, Langsam, 2008).

Као последица наведених истраживања FASB<sup>7</sup> је донео SFAS 123R<sup>8</sup> (Share-Based Payment) који је ступио на снагу децембра 2004. год., који захтева од компаније да обелодани повезаност програма откупа сопствених акција и програма плаћања акцијама. Наиме, SFAS 123R захтева да компанија у напоменама објави процену броја акција који ће се откупити до времена истека важења опција у акције. Намера FASB је била да помогне инвеститорима да схвате ефекат издавања опција на акције и откупа сопствених акција на cash flow компаније.

Ипак, треба рећи да многе компаније које су извршиле значајан откуп сопствених акција, међу које спада и Интел, који је у периоду од 1999. до 2004. откупио 2,2 милијарди сопствених акција, нису прибављале акције за обезбеђење акција за покриће издатих опција. (Hurtt, Kreuze, Langsam, 2008)

Будући да је забележена значајна позитивна корелација између раста привредне активности и курса акција, поставило се питање да ли су мотиви откупљивања сопствених акција под утицајем привредних циклуса. Alboу и Morris (2006) су констатовали да у периоду високе привредне активности компаније више откупљују акције него у периоду ниске привредне активности. Истраживање је потврдило да ниво привредне активности утиче на мотиве откупљивања акција. Alboу и Morris су потврдили хипотезу да у периоду ниске привредне активности, компаније откупљују сопствене акције преваходно са намером отклањања информационе асиметрије, односно

---

<sup>6</sup> Детаљније о S&P 500 индексу видети у: Дугалић, 2008.

<sup>7</sup> Financial Accounting Standards Board (Одбор за рачуноводствене стандарде)

<sup>8</sup> SFAS - Statement of Financial Accounting Standards су амерички стандарди финансијског извештавања.

слања сигнала инвеститорима да су акције потцењене, док у периоду интезивног привредног раста, компаније откупљују сопствене акције превасходно како би избегле смањење добитка по акцији изазваног издатим опцијама на акције запосленима. Ово истраживање вршено на берзи акција у Торонту<sup>9</sup> обухвата период од 1990 до 1999 год. указује да су мотиви компанија да откупљују сопствене акције у наведеном периоду били пре свега: (1) дистрибуција слободног новчаног тока (free cash flow); (2) спречавање смањења добитка по акцији као последица програма издавања опција на акције запосленима; и (3) слање сигнала о потцењености акција.

## **2. Анализа повезаности перформанси компанија, тржишне вредности акција, мотива и обима откупа сопствених акција**

Кризу карактерише пад привредне активности, пад продаје (прихода), отежана наплата потраживања, при чему велики број компанија послује са губитком или на граници рентабилитета. Услед погоршавања перформанси привреде долази и до пада тржишне вредности акција већине компанија, односно до пада берзанског индекса. Међутим, пад берзанске вредности је често проузрокован и психолошким фактором, будући да многи инвеститори, према Buffet-овим речима превасходно доносе одлуке под утицајем емоција, тј. под утицајем похлепе у добрим временима и панике у условима пада берзанског индекса (Hegstrom, 2006). Очекивања су део игре: реакција тржишта не зависи само од тога колико инвеститори верују у неку интервенцију, већ више од тога, колико су уверени да други верују у њу (Žižek, 2009). Последица наведенога је да берзанска вредност акција често пада и компанијама чије перформансе нису погоршане. У условима потцењености акција на берзи, компаније се често одлучују да откупљују сопствене акције. Откуп сопствених акција као средство за интервенисање на берзи усмерено је на умиривање инвеститора, јер им тиме управа шаље јасан сигнал да су акције на берзи потцењене. Откуп је усмерен и на елиминисање страшљивих акционара који, у условима слабе тражње, доприносе обарању берзанске вредности, односно откуп сопствених акција треба да допринесе смањењу притиска понуде акција на берзи, уз тренутно повећање тражње за акцијама, што у синергијском ефекту треба да има за последицу повећање берзанске вредности акција. Берзанска криза која је избила у понедељак 19 октобра 1987. године, када је берзански индекс пао за 20%, подстакла је бројне компаније у САД да најаве програме откупа сопствених акција. Примера ради, управа Citicorp-а је већ 20 октобра одобрила план откупа

---

<sup>9</sup> Важно је напоменути да се према законском оквиру у Канади откупљеним акцијама не може даље трговати.

сопствених акција у вредности од 250 милиона УС долара. Бројне компаније су се придружиле Citicorp-у. У наредна два дана, ове компаније су најавиле програме откупа сопствених акција у вредности од 6,2 милијарди УС долара. Brealey и Myers оцењују да су најаве откупа потпомогле да се успори пад вредности акција на берзи (Brealey, Myers, 2003).

Табела 1. Преглед поједних показатеља компанија  
које формирају S&P 500 Индекс  
( у милијардама УС долара)

Период	Тржишна вредност	Пословни добитак	Нето добитак	Исплаћене дивиденде	Откуп сопствених акција	Дивиденда/откуп сопствених акција
03/31/2010	10.560	174,91	157,85	49,28	55,26	3,38%
31.12.2009	9.928	152,77	135,14	50,40	47,82	3,37%
09/30/2009	9.337	139,37	130,37	47,21	34,85	3,71%
06/30/2009	8.045	120,85	118,22	47,63	24,20	5,17%
03/31/2009	6.928	87,78	65,29	51,73	30,78	7,13%
31.12.2008	7.852	-0,78	-202,11	62,19	48,12	7,48%
09/30/2008	10.181	142,90	86,16	61,44	89,71	6,73%
06/30/2008	11.163	148,43	112,15	61,94	87,91	6,88%
03/30/2008	11.511	144,63	135,24	61,72	113,90	7,25%
31.12.2007	12.868	133,38	68,53	67,09	141,71	6,49%
09/30/2007	13.470	184,13	133,66	61,21	171,95	5,89%
06/30/2007	13.350	213,65	194,30	59,76	157,76	5,44%
03/31/2007	12.706	200,23	190,75	58,53	117,70	5,35%
31.12.2006	12.729	197,35	181,65	61,79	105,18	5,16%
09/30/2006	12.020	207,22	193,19	55,07	109,81	5,40%
06/30/2006	11.497	198,67	182,02	54,52	116,66	5,34%
03/31/2006	11.660	186,85	177,30	53,37	100,18	4,92%
31.12.2005	11.255	182,03	155,89	54,83	104,28	4,90%
09/30/2005	11.083	169,74	160,72	48,99	81,47	4,58%
06/30/2005	10.890	177,52	167,19	49,03	81,42	4,31%
03/31/2005	10.820	164,42	154,43	48,99	82,05	3,92%
31.12.2004	11.289	167,20	129,85	49,68	66,42	3,35%

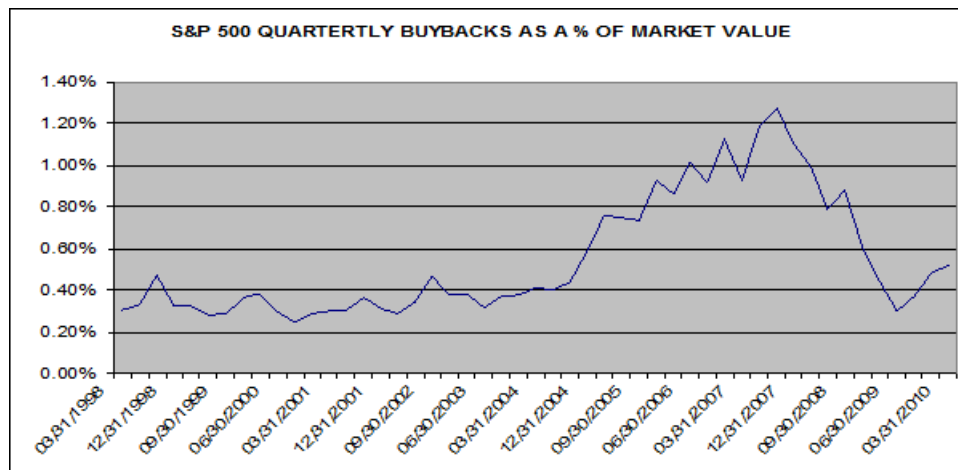
Извор: [www.businessweek.com](http://www.businessweek.com)

Попут кризе из 1987. године и актуелна криза “је настала у финансијској сфери, након чега се врло брзо пренела и на реални сектор.” (Стевановић, Ђоровић, Милановић, 2010) Међутим, актуелна светска криза се по многоме разликује од берзанске кризе из 1987. године. Стога су компаније другачије и реаговале у односу на 1987. годину.

У наставку ће се указати на утицај актуелне кризе на перформансе компанија које чине S&P Индекс, и међузависност тржишне вредност и откупа сопствених акција.

Подаци из Табеле 1. показују да су компаније највише откупљивале сопствене акције у трећем кварталу (Q3) 2007. године (171,95 милијарди УС долара), управо када су тржишне вредности акција и достигле свој историјски максимум (13,470 милијарди УС долара) и када су очигледно биле прецењене. На прецењеност акција у Q3 2007. јасно указује чињеница да је пословни добитак S&P компанија у Q2 2007. износио 213,65 милијарди долара док је наредног квартала износио 184,13 милијарди долара. Тржиште међутим није казнило погоршање пословања, већ је насупрот томе, тржишна вредност S&P компанија са 13.350 милијарди долара у Q2 2007. порасла на 13.470 милијарди долара у Q3 2007. Silverblatte оцењује да је откуп сопствених акција управо и допринео расту њихове тржишне вредности као последица раста добитка по акцији (Silverblatte, 2010). Тржиште је реаговало падом индекса са закашњењем за један квартал.

Графикон 1. Откуп сопствених акција у односу на тржишну вредност акција по кварталима



Извор: [www.businessweek.com](http://www.businessweek.com)

Наведени подаци потврђују закључке Albouy и Morris-a (2006) да раст привредне активности и откуп сопствених акција стоје у позитивној корелацији. Интересантно је, да је од Q4 2007. пад тржишне вредности акција праћен падом откупа сопствених акција. Наведено се може тумачити дубином и разорношћу кризе, те значајним погоршањем перформанси привреде. Међутим, и након поправљања перформанси S&P компанија у Q1 2009. године, откуп сопствених акција бележи смањење и током Q2 2009. године, када је већ очигледно да су S&P компаније изразито потцењене, те да треба очекивати убрзани опоравак берзе. Откуп сопствених акција има тенденцију повећања тек од Q3 2009. године. Тако је откуп сопствених акција током Q1 2010. године (55 милијарди УС долара) повећан за 80% у односу на Q1 2009. год. (48 милијарди УС долара), а 16% у односу на Q4 2009. год. (31 милијарда УС долара).

Током Q1 2010. год. забележено је изузетно мало смањење броја акција, те није забележен позитиван утицај на раст добитка по акцији (Silverblatte, 2010). Чини се да су компаније откупљивале сопствене акције само у мери у којој су емитовале опције на акције запосленима, како не би разводнили добитак по акцији. Дакле, откуп сопствених акција није имао за последицу смањење основног капитала. Интересантно је да је половина S&P компанија вршила откуп сопствених акција, од којих је 214 откупљивало акције у Q1 2010, а 194 од Q1 2009. год. (Silverblatte, 2010). Посебно је интересантно да S&P компаније располажу са највећом резервом ликвидности управо у Q1 2010 год. Велики износи готовине и готовинских еквивалената последица је суздржавања од инвестирања у значајније капиталне пројекте и аквизиције, као и смањење трошкова.

Треба запазити да се перформансе S&P компанија побољшавају од Q1 2009. год. (Табела 1.) Резерве ликвидности се међутим константно повећавају почев од Q4 2008. године. Уочљиво је да компаније упркос вишку ликвидности и неинвестирању нису откупљивале акције у значајнијем обиму током целе 2009 године, иако је било очегледно да су акције потцењене, те да треба убрзо очекивати раст њихове вредности. Може се дакле приметити да у условима актуелне светске кризе, компаније нису у већој мери откупљивале сопствене акције чак и када су биле у великој мери потцењене, упркос томе што су располагале готовином. С друге стране, компаније никада нису откупљивале сопствене акције у мери у којој су то чиниле непосредно пред избијање кризе, када су вредности акција досезале свој историјски максимум. Такође се види да откуп сопствених акција није спречио пад тржишне вредности акција. У којој мери је ублажио пад може само да се нагађа.



Табела 2. Готовина и готовински еквиваленти S&P компанија

Година/ квартал	Готовина и готовински еквиваленти (милиона УС \$)	% који се држи као готовина	Готовински еквиваленти	% готовине у тржишној вредности компаније
03/31/2010	836.771	67,10%	32,90%	10,14%
12.31.2009	831.188	70,49%	28,85%	9,98%
9.30.2009	820.287	68,28%	31,22%	10,70%
6.30.2009	772.687	67,55%	32,10%	11,48%
3.31.2009	664.778	72,20%	27,80%	11,08%
12.31.2008	654.613	74,10%	25,40%	9,94%
9.30.2008	647.813	74,63%	25,37%	7,79%
6.30.2008	648.436	74,73%	25,27%	7,04%
3.31.2008	615.504	72,41%	27,12%	6,67%
12.31.2007	609.664	69,84%	29,79%	5,93%
9.28.2007	622.800	68,40%	31,10%	5,96%
6/30/2007	602.968	67,14%	32,62%	5,90%
03/30/2007	606.571	66,70%	33,09%	6,33%

Извор: [www.businessweek.com](http://www.businessweek.com)

Последњих деценија су вршена бројна истраживања која указују да сама најавна откупа, као и у периоду након откупа карактерише раст берзанске вредности акција (Comment and Jarell, 1991; Bartov, 1991.; Ikenberry and all, 1995; Dann, 1981; Grullon and Michaely, 2004; Li and McNally, 2000; Vermalean, 1981). Типична понуда по унапред утврђеној фиксној цени у САД се углавном врши са премијом од око 20% у односу на текућу берзанску вредност. Ефекти откупа на тржишну вредност су у великој мери условљени методом којом се откуп спроводи. С друге стране, Vernimmen, Quiry и Le Fur (2010), анализирајући откупе сопствених акција у ЕУ, наводи да се ова премија генерално креће између 5 и 15%. Треба имати у виду да је реч о просечним вредностима, док премија може и значајно одступати од просека. Примера ради, цена коју је понудила Groupe Diffusion plus садржала је премију од 53% у односу на вредност акција у тренутку откупа, 47% у односу на пондерисани шестомесечни просек, а 52% у односу на годишњи пондерисани просек (Quiry and Le Fur, 2004). Интересантан је и пример компаније Hewlett-Packard која је од новембра 1998. године до октобра 2000. године, у циљу повећања атрактивности својих акција које је менаџмент компаније сматрао потцењеним, откупила 128 милиона сопствених акција укупне вредности 8,2 милијарде УС долара, плаћајући у просеку 64 УС

долара по акцији, (Pettit, 2001). Током јануара 2001. године вредност акција НР-а износила је око половину вредности по којој су акције откупљиване.

Резултати истраживања које су вршили Liano, Huang и Manakyan (2003) указују да најаву откупа сопствених акција има за последицу раст тржишне вредности акција у временском хоризонту од пет дана након најаве, при чему су разлике међу компанијама које послују у различитим индустријским гранама значајне.

Неколико фактора утиче на висину промене берзанске цена акција на најаву откупа. Логично је, да је раст цена акција на најаву откупа под утицајем висине понуђене премије, будући да тржиште износ премије доживљава као износ потцењености акција. D'Mello и Shroff наводе да је висина вишка приноса у позитивној корелацији и са процентом акција који се откупљује, процентом учешћа инсајдера у власништву, очекиваним перформансама предузећа, а у негативној корелацији са променом тржишног ризика (Тодоровић, 2009). Не изненађује што је раст цена акција на најаву откупа на отвореном тржишту условљен процентом акција који се намерава откупити и величином компаније. Природно је и да откупљивање већег процента акција мањих компанија више подстиче раст цена на берзи. Наведено је потврђено и емпијским истраживањима (Ikenberry and all., 1995 према: Тодоровић, 2009). Vernimmen, Quiry и Le Fur (2010) напомињу да се раст вредности акција након најаве програма откупа, током откупа, и непосредно након откупљивања може очекивати само код потцењених компанија. Међутим, како је у раду приказано, откуп сопствених акција може додатно подићи вредност и већ прецењених акција. Истина, треба имати у виду и чињеницу да је „тешко идентификовати разлог због којег тржиште позитивно реагује на најаву програма откупа сопствених акција, будући да се мноштво других ствари истовремено догађа. Како било, видимо да инвеститори најаву откупа акција виде као добру вест – сигнал наступања позитивних догађаја” (Fabozzi, Peterson, 2003).

Song је још 2002. године запазио да откуп сопствених акција може бити и сигнал да ће доћи до опадања будућих приноса. Истраживања су показала да компаније које откупљују сопствене акције, остварују у просеку пад приноса на укупну имовину три године након најаве откупа, при чему су компаније које су извире највеће откупе имале и највећи пад стопе приноса (Song, 2002).

У Табели 1. се међутим може видети да је профитабилност компанија опадала од Q3 2007 све до Q1 2009. год. када је профитабилност почела да расте. Остаје нејасно зашто су S&P компаније откупиле сопствене акције у вредности од 339,64 милијарди УС долара током 2008 године, када је било јасно већ у Q1 2008. године да предстоји дубока криза, која неће дотаћи дно

те године. Дакле, компаније су откупљивале сопствене акције упркос томе што су им погоршаване перформансе и што се криза продубљивала те нису имале изгледа да зауставе пад вредности. Остаје питање зашто су компаније откупљивале своје акције у условима пада њихове вредности, уместо да су сачекале Q1 2009 када су перформансе почеле да се побољшавају, а берзанска вредност акција била најнижа. Наравно, већ Q2 2009. године бележи раст вредности акција због побољшања перформанси компанија. Ко је могао да зна боље од менаџмента да се компаније опорављају? Другим речима, најлогичније је било да најобимнији откуп сопствених акција буде у Q1 2009. када су акције биле изразито потцењене, а профитабилност компанија почела да расте.

Приликом закључивања о међузависности берзанских вредности акција и откупа сопствених акција треба бити обазрив. Lanoue и Peltier-Rivest (2010) су анализирајући компаније из нафтног и гасног сектора у Француској које су откупљивале сопствене акције, констатовали да је менаџмент ових компанија често умањивао финансијске резултате у години која је претходила откупу акција, што је имало за последицу и умањење тржишне вредности акција. “Наиме, менаџмент појединих компанија се, не базирајући много на етичке норме, користио флексибилношћу рачуноводствених норми, како би манипулишући са резултатом, повећали вредност компаније (а уједно и сопствено богатство) на рачун инвеститора који су своје акције продали.” (Lanoue and Peltier-Rivest , 2010)

Откуп сопствених акција сам по себи нити повећава вредност акције, нити нужно представља добар сигнал – насупрот томе, како се наводи у готово свим уџбеницима из корпоративних финансија, може указивати да компанија нема профитабилних инвестиционих пројеката, односно нема развојних способности услед недостатка визије. Другим речима, откуп сопствених акција последица је неуспеха менаџмента у проналажењу атрактивних инвестиционих пројеката.

Имајући у виду да су америчке компаније у 2009. години најавиле планове откупа сопствених акција у вредности од 132,5 милијарди долара, док су закључно са мартом 2010. године најавиле планове откупа сопствених акција у вредности од 106,1 милијарди долара (Steverman, 2010) заиста се може исказати бојазан да америчке компаније сумњају у брзи опоравак привреде. Yglesias сматра да неубичајено значајне најаве откупа сопствених акција изазивају забринутост по питању економске перспективе, те да се могу сматрати знаком кризе тражње у развијеном свету (Yglesias, 2010). Ипак, треба имати у виду чињеницу да S&P компаније у Q1 2010 год. нису достигле обим продаје из Q2 2007. године, што се види по томе што је пословни добитак у Q2 2007. износио 213,65 милијарди долара док је у Q1 2010.

износио 174,91 милијарди долара. Треба имати у виду и чињеницу да су у последње време све гласнији и бројнији заговорници тезе да је време диверзификације пословних активности и великих конгломерата прошло. Наиме, све су бројнији они који сматрају да је ширење пословних активности, било кроз инвестирање у нове делатности, било кроз аквизиције, нерационално, те да су такве одлуке претежно мотивисане тежњом ка ширењу утицаја менаџмента на финансијској сцени. Савремени институти корпоративног управљања снажно подржавају неведене ставове. Критике иду дотле да се у конкурентној економији негира чак и само постојање синергетског ефекта, који поједини сматрају основним изговором за управљање све већим компанијама (Nordström, Ridderstråle, 2002).<sup>10</sup>

### Закључак

У англосаксонској литератури се откупљивање акција мотивисано повраћајем средстава власницима по правилу ставља на прво место када се наводе разлози за откупљивање сопствених акција. Заступљеност откупа сопствених акција у САД има за последицу и то да је у литератури са тог подручја проширен појам „политике дивиденди“, те се под тим појмом више не означава само политика расподеле добитка, већ и новац који се враћа акционарима кроз откуп сопствених акција. Последњих година међутим, све више компанија откупљује сопствене акције на основу задуживања. Компаније не прибегавају наведеној операцији искључиво у намери достизања циљне структуре капитала, која ће максимизирати принос на сопствени капитал, већ томе прибегавају и компаније са неповољним финансијским положајем које се додатно суочавају и са падом приноса на укупни капитал. Највероватнији разлог за откуп сопствених акција из дуга код већине компанија представља тежња за повећањем вредности акција, иако је ово повећање обично кратког века, за разлику од негативних консеквенци, које могу бити далекосежније.

У литератури је опште присутна и теза да откуп сопствених акција представља вид инвестирања у условима потцењености акција, чиме се инвеститорима шаље сигнал о потцењености акција. При томе, менаџмент је у предности у односу на друге инвеститоре будући да нико не познаје услове пословања и саму компанију као сам менаџмент. Међутим, анализа откупа сопствених акција у САД показује изненађујуће резултате. Чињеница да се у

---

<sup>10</sup> Nordström и Ridderstråle наводе да је синергија израз менаџерског веровања да је далеко интересантније водити велику компанију него малу. ”ако сте престали веровати у Деда Мраза, можете престати да верујете и у синергију” сматрају ови несвакидашњи шведски научници. (Nordström, K., Ridderstråle, J.) pp. 153

условима високе привредне активности, односно у условима високих тржишних вредности акција, већи број компанија опредељује на значајније програме откупа сопствених акција се на први поглед може чинити поприлично збуњујућим. Испоставља се, да се компаније понашају управо обрнуто од других инвеститора: купују акције када су најскупље, уместо када су најевтиније. Наведено се објашњава на следећи начин: што је виша стопа економског раста, то су виши берзански индекси, што чини опције на акције атрактивнијим, те компаније у већој мери откупљују акције у намери спречавања пада добитка по акцији. Издавање опција на акције мотивише менаџмент да откупљује акције уместо да исплаћују дивиденде будући да је исплата дивиденди у негативној корелацији са вредношћу акција, док откуп акција најчешће има позитивне ефекте на њихову вредност.

Анализирајући откуп акција у САД, намеће се питање: Да ли менаџмент доноси, дугорочно посматрано, најповољније одлуке по саму компанију и постојане инвеститоре, или доноси одлуке за које очекује да ће имати највећи ефекат по вредност акција у кратком року? Јер дугорочни интереси компаније и постојаних инвеститора подразумева да се сопствене акције откупљују по најнижим могућим ценама у условима извесног опоравка привредне активности, уколико се тиме не погоршава финансијски положај компаније, а не у условима прецењених акција, када од откупа акција имају корист искључиво менаџмент и инвеститори који су продали своје прецењене акције компанији, често уз додатну премију.

У условима разорних криза као што је актуелна, за компанију и постојане инвеститоре, је пак 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 шпекулативних инвеститора у хартије од вредности. Произилази да откуп сопствених акција усмерен на спречавање штете по друштво, у условима разорних криза, не налаже откуп потцењених сопствених акција све док криза не досегне дно, односно не крене опоравак привредне активности.

### Литература

1. Albouy, M., Morris, T., *Les rachats d'actions au Canada: motivations et impact de l'activité économique*, Finance Contrôle Stratégie – Vol. 9, n° 4, déc. 2006
2. Bartov E., Krinsky, I., Lee, J., *Evidence on How Companies Choose Between Dividends and Open-Market Stock Repurchases*. Journal of Applied Corporate Finance, 11, 1998
3. Bartov E., *Open-Market Stock Repurchases as Signals for Earnings and Risk Changes*, Journal of Accounting & Economics, vol. 14, n° 3, 1991
4. Bens D. A., Nagar V., Skinner D. J., Franco Wong M.H., *Employee stock options, EPS dilution, and stock repurchases*, Journal of Accounting and Economics, vol. 36, n° 1-3, 2003
5. Brealey, R., Myers, S., *Principles of Corporate Finance*, seventh ed. McGraw-Hill Irwin, New York, 2003
6. Comment, R., Jarrell, G.A., *The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases*, Journal of Finance, September 1991
7. Dann, L.Y., *Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders*, Journal of Financial Economics, June 1981.
8. Dittmar A. K., *Why do Firms repurchase Stock*, Journal of Business, vol. 73, n° 3, 2000
9. Дугалић, В., *Показатељи цена на тржиштима акција*, Мегатренд ревија, вол. 5, бр. 1, 2008
10. Fabozzi, F., Peterson, P.: *Financial Management and Analysis*, Second Edition, John Wiley & Sons Inc., 2003
11. Fenn, W., Liang, L., *Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives*, Journal of Financial Economics, 57, 2001
12. Grullon G., Michaely R., *The information content of share repurchase programs*, The Journal of Finance, vol. 59, n° 2, 2004
13. Hegstrom, R.G. (2006): *Voren Bafet za sva vremena. Principi stari ekonomija nova*, Beograd: Plato, Cardea, 2006
14. Henry, D., *Why the flurry of buybacks?* Business Week, 29 November, 2004
15. Hurr, D., Kreuze, J., Langsam, S., *Stock Buybacks and Their Association with Stock Options Exercised in the IT Industry*, American Journal of Business, vol. 23. No. 1, Spring 2008
16. Jolls, C. *Stock Repurchases and Incentive Compensation*. NBER Working Paper, No. 6467, 1998
17. Kahle, M., *When a Buyback isn't a Buyback: Open Market Repurchases and Employee Options*, Journal of Financial Economics, 2002
18. Lanoue, N., Peltier-Rivest, D., *Manipulation des bénéfices et rachats d'actions*, Revue française de gestion – N° 197/2009

19. Li, K., McNally, W., *Information Signalling or Agency Conflicts: What Explains Canadian Open Market Share Repurchases?*, Working paper, University of British Columbia, 2000
  20. Liano, K., Huang, G., Manakyan, H., *Market Reaction to Open Market Stock Repurchases and Industry Affiliation*, Quarterly Journal of Business & Economics, Vol. 42, Nos. 1 and 2, 2003
  21. Nordström, K., Ridderstråle, J., *Funky Business*, BookHouse Publishing AB, Stockholm, 2002. У преводу Плато, Београд, 2004
  22. Павловић, В., Откуп сопствених акција - циљеви, методи и ефекти, Рачуноводство, бр. 3/4, СРРС, Београд, 2010
  23. Pettit, J., *Is a Share Buyback Right for You?*, Harvard Business Review, Vol 79, No. 40, April 2001
  24. Quiry, P, Le Fur, Y., *Les rachats d'actions*, Les Echos, 28 octobre 2004
  25. Siegel, M., *Accounting shenanigans on the cash flow statement*, The CPA Journal, March, 2006
  26. Silverblatte, H., *Companies Are back in The Share Buyback Mode*, Bloomberg Businessweek, Investing, June 24, 2010
  27. Song, O., *Hidden social costs of open market share repurchases*. Journal of Corporation Law (Spring), 2002
  28. Стевановић, С., Ђоровић, М., Милановић, М. *Светска финансијска криза и њене последице на привреду Србије, Економика пољопривреде*, вол.57 бр. 3, 2010
  29. Годоровић, М., Чему служе откупи (сопствених) акција?, Економика предузећа, бр. 7-8, 2008
  30. Vermaelen, T., *Common Stock Repurchases and Market Signaling: An Empirical Study*, Journal of Financial Economics, June 1981
  31. Vernimenn, P., Quiry P., Le Fur, Y., *Finance d'entreprise*, 7<sup>e</sup> édition par Pascal Quiry & Yann Le Fur. Paris: Dalloz, 2010
  32. Weston J.F., Siu J.A., *Changing Motives for Share Repurchases*, Working paper, University of California, 2003
  33. Yglesias, M., *Share Buybacks*, 18.06.2010. [www.yglesias.thinkprogress.org](http://www.yglesias.thinkprogress.org)
  34. Žižek, S., *To each according to his greed*, Harper's Magazine, 10/2009.
- Интернет странице:
33. [www.fasb.org](http://www.fasb.org)
  34. [www.businessweek.com](http://www.businessweek.com).
  35. [www.harpers.org](http://www.harpers.org)
  36. [www.yglesias.thinkprogress.org](http://www.yglesias.thinkprogress.org)

Примљено: 30.12.2010.

Одобрено: 07.06.2011.

UDC: 336.761:336.012.23

**INTERDEPENDENCE OF STOCK VALUES ON STOCK  
EXCHANGE, THE MOTIVES AND THE VOLUME  
OF STOCK REPURCHASES**

Vladan Pavlović<sup>1</sup> Ph.D., Saša Muminović<sup>2</sup> Ph.D.

<sup>1</sup>Graduate School of Business Studies, Megatrend University, Belgrade, Serbia

<sup>2</sup>Julon, d.d., Ljubljana, Slovenia, Member of the Aquafil Group

**Abstract**

Analysis of the interdependence of stock values on stock exchange and the stock repurchases in the U.S., shows that the most extensive stock repurchases were carried out at the highest prices, when it was likely that the stocks were overestimated, while the stock repurchases were far more cautious in terms of clear undervaluation of stocks, even at high liquidity reserves. It turns out, that companies behave exactly the opposite of other investors: buy stocks when they are most expensive, rather than when they are least expensive. The next conclusion of the analysis is, that in times of devastating crises in the best interest of the company and existing of investors, interested in the company, is to wait until the crisis reaches the bottom and the value of stocks reached its lowest point, because it was shown that the stock repurchases, did not increased stock value, but also was unable to stop or decrease their value.

**Key words:** 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](mailto:vpavlovic@megatrend.edu.rs)