

Валентина Дувњак

Универзитет за пословне студије,
Бања Лука,
БиХ

✉ duvnjak_v@yahoo.com

Небојша Балабан

Агитек д.о.о.
Бања лука,
БиХ

✉ svetlananebojsa@teol.net

ЕФЕКТИ ОТКУПА АКЦИЈА ПРИ ФИНАНСИЈСКОМ РЕСТРУКТУРИРАЊУ КОМПАНИЈА

THE EFFECTS OF SHARE BUYBACK IN THE FINANCIAL RESTRUCTURING OF COMPANIES

Резиме: *Предузећа у зрелим гранама, која генеришу високе и стабилне новчане токове и немају добре инвестиционе прилике, не знају како да искористе вишкове готовине. Менаџер поред исплате једнократних и специјалних дивиденди, има могућност спровођења програма откупа акција. Теоријски откуп акција повећава тржишну вриједност акција. Циљ откупа може бити концентрација власништва. Предузеће, да би сачувало контролу и заштитило се од преузимања дефанзивно користи технике откупа акција. Најава проактивног откупа акција увијек резултира сигнификантним позитивним абнормалним приносом за акције. Краткорочна тржишна реакција на најаву не успјева да обухвати у потпуности утицај откупа акција, тако да су, и после откупа акција у дужем временском интервалу присутни абнормални приноси. Откуп акција може водити редистрибуцији вриједности са акционара на менаџере уповавањем менаџмента, уколико није јако компанијско управљање и тржиште компанијске контроле. Коначан утицај откупа акција на цијену акција и благостање акционара зависи од концентрације власништва. Редистрибуција вриједности може се пренијети и са једних интересних група на друге и кроз пореске уштеде због плаћања пореза на капитални добитак. Да би се створила вриједност за акционаре, приликом откупа акција битни су: сигнали које менаџер износи на тржиште, његово укључивање у власништво и смањење систематског ризика и цијене капитала.*

Кључне ријечи: акција, сигнали, менаџер, откуп, вриједност.

JEL класификација: G3

Summary: *Companies in mature industries, which generate high and stable cash flows but lack good investment opportunities, do not know how to use surplus cash. Apart from one-time and special dividend payments, management has a possibility of share buyback implementation. Theoretically, this repurchase of shares increases their market value. The goal of such share redemption may be concentration of ownership. In order to preserve control and protect the firm from overtaking, a company may use defensive techniques of share buyback. Announcements of proactive share buybacks always result in significant positive abnormal returns on shareholders' equity. Short-term market reaction to the announcement fails to capture the impact of shares repurchase completely; therefore, even after the repurchase of shares, abnormal returns are present over a longer period of time. Share buybacks may lead to redistribution of value from shareholders to managers by management strengthening, in case corporate governance and market controls are not powerful enough. The final impact of shares repurchases on the share price and shareholders' welfare depends on the concentration of ownership. The redistribution of value can be transmitted from one interest group to another through tax savings from tax on capital gains as well. In order to create value for shareholders by redemption of shares, essential factors are: signals that management transmits across the market, its involvement in the*

ownership, and reduction of systemic risk and cost of capital.

JEL classification: G3

Key words: *action, signals, manager, purchase, value.*

1. УВОД

Посљедњих двадесетак година све је више компанија које се финансијски реструктуришу. Многе од њих приступају тим процесима не само да би побољшале перформансе, него да би и опстале. Постоје разне технике финансијског реструктурисања. Пошто откуп акција има широку примјену у свијету и код нас, у раду је анализиран откуп акција и методе откупа. Откуп акција производи тржишне реакције на цијену акција при самој најави откупа, а и послје примјене ове технике. У раду су приказани резултати истраживања приноса по акцији, које ове трансакције производе, а који су резултат истраживања појединих аутора. Откуп акција може да допринесе стварању вриједности у компанији, али исто тако откуп може да представља и редистрибуцију вриједности са једних интересних група на друге интересне групе.

2. ОТКУП АКЦИЈА

Предузећа која се налазе у фази раста и развоја не располажу с довољно капитала који би финансирао намјераване инвестиционе пројекте. С једне стране, у складу са прихваћеном финансијском политиком и потребама власника, нарочито у ситуацијама када су дуговни капацитети предузећа исцрпљени, ова предузећа ће емисијом новог кола акција да привуку недостајући капитал. С друге стране, предузећа у зрелим гранама која генеришу високе и стабилне новчане токове и немају добре инвестиционе прилике имају проблем како да искористе сталне вишкове готовине. Уз претпоставку да агенцијски проблем и проблем слободних новчаних токова у компанији нису изражени, и знајући да је инвестирање високог салда готовине у краткорочне хартије од вриједности инвестиција са ниским приносом, битно је одредити код ових компанија како и гдје менаџер треба усмјерити акције које би биле у најбољем интересу акционара.

Менаџер поред исплате једнократних и специјалних дивиденди, има могућност и спровођења програма откупа акција, што би значило дистрибуцију вишкова готовине акционарима. Уколико посматрамо са становишта циља враћања готовине власницима, откуп акција се поистовјећује са исплатом готовинских дивиденди. То није исправно јер: инвеститори приликом откупа акција треба да плате порез на капиталну добит, док се у случају исплате дивиденди ова лична примања опорезују по вишој стопи; откупом акција смањује се број акција инвеститора, а то није тако код исплате дивиденди; откупом акција мијења се учешће акционара у власништву, док исплата дивиденди не утиче на промјену структуре власништва; вриједност права откупом могу имати само они акционари који су поднијели акције на откуп или продали акције на секундарном тржишту прије истека понуде, док вриједност дивиденде добијају сви акционари.

Компаније преферирају да умјесто исплате повећаних или специјалних дивиденди откупљују акције, јер воде политику стабилних дивиденди која представља квазиуговор са акционаром, јер постоји мишљење, уколико се једном повећају дивиденде, инвеститори очекују повећања и у будућем периоду, па се зато жели избјећи изазивање ових очекивања дистрибуцијом готовине акционарима кроз откуп акција. Откуп акција, као што је речено, доводи до промјене структуре власништва и структуре капитала компаније, те долази до раста нивоа задужености, пошто се износ акцијског капитала редукује, иако се износ дугова не мијења. Смањењем броја акција у власништву акционара и смањењем књиговодствене вриједности властитог капитала,

долази до раста нето добитка по акцији и приноса на властити капитал. Откуп акција доводи до раста цијена акција уколико тржиште настави да капитализује нето добитак предузећа, а што буде откупљено више акција, биће и већи ефекат на цијене.

Из претходног, могло би се закључити да теоријски, откуп акција повећава њихову тржишну цијену, односно ствара вриједност, па стога само по себи је циљ примјењивања откупа. Циљ откупа акција може бити и да се поништи ефекат разводњавања власништва, који настаје на основу извршења опција на акције добијене у склопу планова компензације за менаџмент. Предузеће, да би сачувало контролу и одбранило се од преузимања, дефанзивно користи технике финансијског реструктурисања. Откуп акција елиминише акционара са најнижом цијеном резервације, тако да могући нападачи морају платити више цијене у понудама за преузимање. Ова техника доводи до смањења броја акција на тржишту које су на располагању нападачу.

Методи откупа акција могу бити: откуп на отвореном тржишту, откуп по јавној понуди са фиксном цијеном, откуп холандском акцијом и откуп преносивим продајним правима.

2.1. Откуп на отвореном тржишту

Према методи откупа на отвореном тржишту, компанија наговјештава да ће у одређеном временском периоду откупити акције на тржишту у унапријед специфицираној укупној вриједности. Ова метода се најчешће користи приликом откупа акција. Међутим, у поређењу са другим методама мала количина акција се откупи примјеном овакве методе, с једне стране, али је, с друге стране, најфлексибилнија и најјефтинија, јер омогућава откупе малих количина акција по тржишним цијенама, без плаћања премије изнад тржишне цијене. Нето ефекат откупа на отвореном тржишту је појачана употреба продајног варанта, односно продајне опције којом компанија нуди акционарима могућност да плаћају премију са нешто дужим роком доспјећа, односно цијену продајног варанта и стекну право да у унапријед утврђеном року продају акције по унапријед дефинисаној цијени. Суштина употребе варанта јесте да компанија омогући заштиту од промјене цијена акција и да смањи укупна плаћања у откупу. Идеалнија техника, у односу на претходну, јесте продаја продајних опција и истовремена куповина куповних опција која се обезбјеђује из премије од продаје продајних опција. Предузеће се, у односу на претходну стратегију, излаже већем ризику при паду цијена акција, али ће (у случају да цијена акција значајно порасте), цијена по којој ће се извршити откуп бити знатно нижа. Предузеће може да прими и програм убрзаног откупа акција, гдје компанија купује акције од инвестиционе банке, што омогућава веома брзо повлачење великог блока акција. Компанија симултано, улази у фарворд уговор са инвестиционом банком, у коме се обавезује да ће банци да плати просјечну тржишну цијену откупљених акција у специфицираном периоду. По истеку тог периода врши се нето плаћање у готовини или акцијама, од стране банке или од стране компаније. Услед ангажмана инвестиционе банке, овај програм откупа је нешто скупљи и много бржи, у односу на традиционални откуп на отвореном тржишту.

2.2. Откуп по јавној понуди са фиксном цијеном

Методом откупа по јавној понуди са фиксном цијеном компанија нуди откуп специфицираног броја акција по унапријед утврђеној фиксној цијени у фиксираном временском периоду. Код ове методе, фиксна цијена у понуди за откуп виша је за неколико процентних поена од тржишне цијене акција у тренутку најаве трансакције. Број акција који је специфициран у понуди представља максималан број који компанија

преферира да откупи.* Могло би се рећи да се највећи дио понуде путем откупа са фиксном цијеном у потпуности се испуни. Уколико акционари на откуп поднесу већи број акција од специфицираног броја, предузеће може сразмјерно редуковати број акција које ће купити у односу на број поднијетих акција или откупити све поднијете акције. Међутим, ако је број поднијетих акција мањи од специфицираног, предузеће може продужити период понуде, сматрајући да ће прикупити више акција или ако је у понуди дефинисана клаузула о минималном броју акција, поништити понуду или откупити стварно поднијети број акција. У случају да се временски период понуде продужи, предузеће ће купити све акције које су поднијете прије истека првог рока за подношење, док накнадно поднијете акције откупљује на сразмјерној основи или по основу редослиједа подношења. Ако се најави ниска откупна, то цијена доводи до недовољног подношења акција, ако се најави висока цијена, доводи до откупа на сразмерној основи.

2.3. Откуп холандском акцијом

Приликом методе откупа холандском акцијом предузеће најављује број акција које преферира да купи у специфицираном временском интервалу и распон цијена у коме акционари бирају цијену по којој ће понудити своје акције.[†] Према овој методи акционари морају појединачно да процијене, на основу очекивања о будућим приносима на акцијама и на основу понашања других акционара, да ли ће и по којој цијени у заданом распону поднијети своје акције. Цијена резервације је цијена по којој акционар одлучи да поднесе своје акције. Ако акционар поднесе већу цијену резервације, повећава се могућност добитка акционара, ако те акције буду прихваћене за откуп, али исто тако смањује вјероватноћу да ће акције да буду прихваћене. У тренутку када период понуде истекне, предузеће прави распоред свих поднијетих акција по цијенама у специфицираном распону, а затим одређује најнижу цијену која омогућава откуп жељеног броја акција. Битно је да се истакне да ће све акције свих акционара бити откупљене по истој цијени, независно од тога колика је била цијена њихове резервације. Како се овом методом акције откупљују по нижој цијени, која омогућава предузећу да откупи преферирани број акција, значило би да ће се из популације акционара одстранити они акционари који имају најнижу цијену резервације. Преостали акционари имају више цијене резервације акција и свака даља и нова куповина акција значила би по вишој цијени од претходне. Овај метод се често користи у процесу одбране од преузимања, јер послје откупа, могући нападач мора понудити акционарима већу цијену од цијене коју би захтијевали иницијално, а то аутоматски смањује могућности за успјех напада.[‡] Према истраживањима, проценат премије изнад текуће тржишне цијене код ове форме откупа износи у просјеку 12,8% а у просјеку се откупљује 15,6% од акција у посједу инвеститора.

2.4. Откуп преносивим продајним правима

Акционари, према методи откупа преносивим продајним правима, за унапријед одређен број посједованих акција, добију једно преносиво продајно право, чијом реализацијом подносе акције на откуп у унапријед специфицираном временском

* Commenti and Jarrell (1991, стр. 145) откупом по јавној понуди са фиксном цијеном просјечно компанија откупи 18,8% акција у посједу инвеститора.

[†] Нпр. уколико је текућа цијена акција 28 н.ј., предузеће може понудити откуп по цијенама од 32 н.ј до 41 н.ј.

[‡] Comment, R., Jarrell, G. A. 1991: *The Relative Signaling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases*, Journal of Finance, Vol.46, September:1243–1271.

интервалу и по унапријед специфицираној продајној цијени, која је у тренутку понуде откупа, преносивим продајним правима, одређена на нивоу изнад тржишне цијене акције. Ова метода откупа акција је, у односу на откуп по јавној понуди са фиксном цијеном, много повољнија, јер уклања увијек присутан проблем превеликог или недовољног подношења акција, док је, у односу на откуп холандском акцијом, предност ове методе то што се унапријед зна по којој ће се цијени акције откупити. Откуп преносивим продајним правима може се успјешно користити у циљу консолидације контроле у рукама менаџмента лојалне групе акционара.

3. ЕФЕКТИ ОТКУПА АКЦИЈА ПРИ НАЈАВИ И ПОСЛИЈЕ ФИНАНСИЈСКОГ РЕСТРУКТУРИСАЊА

Употреба откупа акција приликом финансијског реструктурисања компанија може да има *ex-ante* и *ex-post* ефекте. *Ex-ante* ефекти представљају принос при најави финансијског реструктурисања откупом акција. *Ex-post* ефекти представљају дугорочне перформансе компанија након финансијског реструктурисања откупом акција.

3.1. *Ex-ante* ефекти

Код скоро свих истраживања о тржишним реакцијама цијена акција на најаве трансакција откупа, јесте да најаву проактивног откупа акција резултира сигнификантним позитивним абнормалним приносом за акције.

Табела 1: Абнормални принос за акционаре током откупа акција

Метода – врста откупа	Истраживање	Налаз
Откуп по јавној понуди	Dann (1981) Comment and Jarrel (1991) Masulis (1980)	+16% +12% +17%
Откуп холандском акцијом	Comment and Jarrel (1991) Lie and Mc Connell (1998)	+7% +7,7%
Откуп на отвореном тржишту	Ikenberry (1995)	+3,5%

Из табеле се може закључити да најјачу реакцију цијена акција изазива метод откупа акција – *откуп по јавној понуди*. Dann открива да је интензитет раста цијена акција на најаву откупа по јавној понуди био под утицајем висине понуђене премије, односно већа цијена акција у понуди, доводи до већег раста цијена акција на тржишту. Висина абнормалног приноса је у позитивној корелацији и са процентом акција које се откупљују, процентом учешћа инсајдера у власништву, будућим промјенама добитка и у негативној корелацији са промјеном тржишног ризика. Повећање цијена акција је било перманентно у смислу да је цијена остала висока након дистрибуције готовине акционарима. Код откупа на отвореном тржишту најјачи ефекти се дешавају код најмањих предузећа и код предузећа која су откупљивала највећи проценат акција у посједу инвеститора.

3.2. *Ex-post* ефекти

Истраживање *ex-post* ефеката трансакција откупа акција извршили су Ikenberry и др. који проналазе абнормалне приносе на најаву откупа на отвореном тржишту од +3,5%, али и наглашавају да тржиште не дјелује довољно на најаву откупа на

отвореном тржишту, јер не успијева да угради нове информације у цијену акција у кратком року (Икенбери и други 1995: 181–208). Ова тврдња је резултат аутора да акције предузећа која су спровела откуп на отвореном тржишту у периоду после четири године након ове трансакције, одбацују укупан абнормални – изнадтржишни принос виши од 12%, што уз додатак ефекта при најави чини укупан вишак приноса за акционаре од око 15%. Како краткорочна тржишна реакција на најаву не успијева да ухвати у потпуности утицај откупа акција, према томе, ово су још поузданији докази сигнификантном утицаја откупа акција на благостање акционара. Након откупа акција у дужем низу година предузећа која су спровела откуп имала су неочекивана повећања рачуноводственог добитка.

4. УТИЦАЈ ОТКУПА АКЦИЈА НА РЕДИСТРИБУЦИЈУ И СТВАРАЊЕ ВРИЈЕДНОСТИ

Послије финансијског реструктурисања, ако укупна вриједност за интересне групе остане непромијењена, односно добици у вриједности једне интересне групе представљају резултат губитака других интересних група у компанији, тада се вриједност не ствара него долази до њене редистрибуције.

Редистрибуција вриједности може бити са акционара на менаџере. Приликом укупавања, одређене технике финансијског реструктурисања менаџеру могу бити од помоћи. У складу са чињеницом укупавања менаџмента, финансијско реструктурирање се спроводи да би се менаџмент заштитио од дејства механизма компанијске контроле, што му у будућности омогућава да остварује опипљиве материјалне користи на рачун акционара, с тим да менаџер није у позицији да у тренутку трансакције директно материјално искористи акционаре, него ће то урадити у будућности, прекомјерном приватном потрошњом и другим облицима уживања приватних користи контроле. Подршку укупавања дала су истраживања откупа акција, али је могућност укупавања менаџмента ограничена способношћу других страна да их дисциплинују и у томе спријече кроз ефикасан систем компанијског управљања и тржишта за компанијску контролу. Откуп акција омогућава менаџерима да контролишу већу фракцију права гласа без додатних инвестиција, што чини мању вјероватноћу промјене контроле. Коначан утицај откупа акција на цијену акција и благостање акционара зависи од концентрације власништва: ефекти ће бити позитивни уколико је контрола ниска, јер доминира тренутак гдје потенцијални нападачи морају преговарати са менаџментом, који ће изборити већу цијену у понуди за преузимање од цијене коју би обезбиједили мање информисани спољни акционари, док ће ефекат бити негативан уколико је контрола висока, јер се истиче тренутак у коме значајно пада вјероватноћа добијања понуде.[§] Како је примарни мотив откупа акција потцијењеност акција, онда би чињеница да су програме откупа спроводила и предузећа чије су акције биле значајно прецијењене, могла представљати потврду сумње у укупавање менаџмента.^{**}

Откуп акција, како не доводи до интензивније концентрације права контроле и на основу сигнификантних позитивних ефеката ових трансакција на цијене акција, може се закључити да је мала опасност редистрибуције благостања са акционара на менаџере у трансакцијама откупа акција, јер да се укупавање дешава, тржиште не би наградило такво укупавање сигнификантним растом цијена акција.

[§] Harris M., Raviv A. 1988: *Corporate Control Contests and Capital Structure*, Journal of Financial Economics, стр. 55–85 i Stulz R. M. 1988: *Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control*, Journal of Financial Economics, стр. 25–50.

^{**} D' Mello R., Shroff P. K. 2000: *Equity Undervaluation and Decisions Related to Repurchase Tender Offers: An Empirical Unvestigation*, The Journal of Finance, 1397–1437.

Уколико добици акционара у трансакцијама финансијског реструктурисања настају кроз плаћања цијена већих од цијена које би генерисало ефикасно тржиште, долази до преплаћивања од стране менаџмента, што даље значи да оне представљају губитке других власника. Код откупа акција, стварање вриједности за акционаре, њена дистрибуција између различитих група акционара и потенцијални трансфер вриједности између различитих група акционара, зависе од висине плаћања премије, процента акција који је предмет откупа и тржишног виђења трансакције. Забиљежени раст цијена акција на најаве откупа не искључује могућност редистрибуције. Редистрибуција је могућа када интензитет тржишне реакције (раст цијена акција на *најаву* трансакције) није довољно јак у поређењу са плаћеном премијом. Оваква ситуација се означава као она у којој тржиште вјерује да менаџери преплаћују, односно у којој инвеститори не преферирају позитиван сигнал, и обрнуто, редистрибуције по основу преплаћивања су искључене уколико тржиште подржава плаћене премије сразмјерно високом растом цијене акција. У трансакцијама откупа један дио стварања вриједности јесте трансфер благостања између акционара чије су акције откупљене и акционара који настављају да држе акције у компанији. Ипак, може се закључити да у класичној трансакцији откупа акција не долази до значајних редистрибуција вриједности са једне групе акционара на другу групу акционара.

Уколико ниво задужености расте и по том основу расту каматна плаћања призната као расход за пореске сврхе, долази до смањења пореске основице и износа пореза на добитак који ће предузеће платити. Пореске уштеде могу бити извор вриједности у трансакцијама откупа акција, гдје долази до личних пореских уштеда, јер акционари који продају акције у програмима откупа плаћају порезе на капиталне добитке по нижој стопи од стопе пореза на редовне приходе од дивиденде. Висина личних пореских уштеда зависи од тога колико је висока разлика стопе пореза по основу капиталних добитака и стопе пореза на личне приходе грађана (Rappaport 1998: 95).

Трансакцијом откупа акција може се створити вриједност за акционаре, а интензитет стварања вриједности зависи од: примјене методе откупа, висине понуђене премије, величине трансакције и промјене степена леверица, учешћа инсајдера у власништву, будућих промјена добитака, промјена у тржишном ризику и величине предузећа.

Уколико је тржиште акција ефикасно, цијене акција одражавају слику о предузећу. Ипак, просјечно тржиште акција није у потпуности ефикасно нити располаже свим информацијама којима располаже менаџмент предузећа. У случају да је јако видна информациона асиметрија, менаџери могу користити трансакције финансијског реструктурисања како би мање информисаним акционарима пренијели сигнале о перспективи предузећа, након чега се смањује степен информационе асиметрије и побољшава се информисаност акционара, тако да они мијењају своје виђење вриједности акција. Информациону асиметрију менаџер користи или у најбољем интересу акционара или да би задовољио властите интересе, а искористио акционаре. Сигнали које менаџер испоручује на тржиште могу се протумачити као добри или лоши. Уколико су сигнали лоши, долази до пада цијена акција, негативних абнормалних приноса, односно уништавања вриједности за акционаре. Уколико се сигнали тумаче као добри долази до раста цијена акција, позитивних абнормалних приноса за акционаре, односно раста цијена за акционаре.

Приликом трансакција откупа акција и откупа по јавној понуди, механизам изношења информација је најскупљи и најкредибилнији. Откуп холандском акцијом резултира мањим премијама у односу на откуп по јавној понуди, те су слабије реакције цијена акција и сигнали које производи овај метод. Откупом на отвореном тржишту се не нуде премије и откупљује се најмањи проценат акција, па је стога и цијена акција на отвореном тржишту најслабија.

Код мањих предузећа већи су потенцијали за стварање вриједности, јер је код њих више изражена информациона асиметрија. Код већих програма откупа, исто су већи потенцијали за стварање вриједности, јер се јачина сигнала повећава са величином откупа. Тржиште не може у кратком року да апсорбује све нове информације које се откупом износе на тржиште, тако да се у годинама након спровођења откупа акција могу зарадити значајни вишкови приноса на акцијама. Како се у дужем низу година, након откупа акција, повећава добитак у предузећима која су спровела откуп, тако се кроз трансакције откупа акција сигнализују промјене, па је према томе сигнализирање кредибилно.

Повећање учешћа менаџмента у власништву стимулативно дјелује на њих да доносе одлуке у интересу компаније којима би се максимизирала вриједност. Све технике финансијског реструктурисања имају могућност повећања власништва менаџера. Код откупа акција, власништво се повећава код оних што не продају своје акције, а то су најчешће менаџери.

Трансакције откупа акција на отвореном тржишту повезане су према неким ауторима са смањењем систематског ризика и цијене капитала, али се не може донијети јасан закључак да трансакције откупа акција на отвореном тржишту саме по себи обарају систематски ризик предузећа.^{††} Према мишљењу ових аутора, откупи акција повезани су са преласком предузећа из фазе вишег раста у фазу нижег раста (Grullon, Michaely 2004: 59). Како предузећа постају зрелија, прилике за профитабилно инвестирање опадају, вриједност предузећа у већој мјери почива на средствима у функцији, а не на приликама раста, што води паду систематског ризика и сљедственом паду цијене капитала. Када се ове промјене систематског ризика преведу у промјене у премији за ризик, оне су сигнификантне и износе 1% годишње. Ове промјене у премији за ризик су довољне да се генерише позитиван принос за акционаре, чак и ако не расту новчани токови предузећа након финансијског реструктурисања или ако крену опадати. Пад систематског ризика има толику важност, да ће и поред пада инвестиционих прилика предузећа и будуће профитабилности, најаву откупа акција довести до абнормалних приноса за акционаре. Усљед пада систематског ризика, дугорочне могућности акција исто су побољшане. Поред наведених позитивних ефеката, треба додати и индиректне ефекте који ће се реализовати ако откуп акција води значајним промјенама у компанијском управљању. Ефикасније компанијско управљање може довести до ниже цијене дуга, јер повјериоци могу бити спремни да сниже захтијеване стопе приноса, усљед побољшаног мониторинга менаџмента и смањења информационе асиметрије.

5. ЗАКЉУЧАК

Откуп акција користи се као техника финансијског реструктурисања у циљу побољшања постојећих перформанси, али и у циљу заштите од преузимања. Откуп акција доводи до промјене структуре власништва и структуре капитала компаније, усљед чега долази до раста нивоа задужености, пошто се износ акцијског капитала редукује, иако се износ дугова не мијења. Према томе, може се закључити да теоријски откуп акција повећава њихову тржишну цијену, односно ствара вриједност, па стога, само по себи, је циљ примјењивања откупа. Циљ откупа акција може бити и да се поништи ефекат разводњавања власништва који настаје на основу извршења опција на акције добијене у склопу планова компензације за менаџмент. Да би предузеће сачувало контролу и одбранило се од преузимања, дефанзивно користи откуп. Откуп акција елиминише акционара са најнижом цијеном резервације, тако да могући

^{††} Систематски ризик – ризик на који управљач нема утицај јер се са диверсификацијом улагања тај ризик не може избјећи.

нападаци морају платити више цијене у понудама за преузимање. Ова техника доводи до смањења броја акција на тржишту које су на располагању нападачу.

Примјеном откупа акција на отвореном тржишту, откупи се мала количина акција, али је ова метода најфлексибилнија и најјефтинија, јер омогућава откупе малих количина акција по тржишним цијенама, без плаћања премије изнад тржишне цијене. Примјеном откупа по јавној понуди са фиксном цијеном највећи дио понуде се у потпуности испуни. Како примјеном откупа холандском акцијом акционари бирају цијену по којој ће понудити акције, најприје ће се откупити оне акције које имају најнижу цијену резервације. Стога се ова метода често користи у процесу одбране од преузимања, јер после откупа могући нападач мора понудити акционарима већу цијену од цијене коју би захтијевали иницијално, а то аутоматски смањује могућности за успјех напада. Откуп преносивим правима може се успјешно користити у циљу консолидације контроле у рукама менаџмента лојалне групе акционара.

На најаву откупа акција, најјачу реакцију цијена акција изазива метод откуп по јавној понуди, гдје долази до абнормалних приноса између +12 % и +17%. Након откупа акција у дужем низу година предузећа која су спровела откуп имала су неочекивана повећања рачуноводственог добитка.

Приликом откупа акција, може доћи до редистрибуције вриједности са акционара на менаџере кроз укупавање менаџмента, али је могућност укупавања менаџмента ограничена способности других страна да их дисциплинују и у томе спријече кроз ефикасан систем компанијског управљања и тржишта за компанијску контролу. Откуп акција, како не доводи до интензивније концентрације права контроле и на основу сигнификантних позитивних ефеката ових трансакција на цијене акција, даје мало простора за опасност редистрибуције благостања са акционара на менаџере, јер да се укупавање дешава, тржиште не би наградило такво укупавање сигнификантним растом цијена акција.

Забљежени раст цијена акција на најаве откупа не искључује могућност редистрибуције. Редистрибуција је могућа када интензитет тржишне реакције (раст цијена акција на *најаву* трансакције) није довољно јак у поређењу са плаћеном премијом. Оваква ситуација се означава као она у којој тржиште вјерује да менаџери преплаћују, односно у којој инвеститори не преферирају позитиван сигнал. У трансакцијама откупа један дио стварања вриједности јесте трансфер благостања између акционара чије су акције откупљене и акционара који настављају да држе акције у компанији. Ипак, може се закључити да у класичној трансакцији откупа акција не долази до значајних редистрибуција вриједности са једне групе акционара на другу групу акционара.

Пореске уштеде могу бити извор вриједности у трансакцијама откупа акција, гдје долази до личних пореских уштеда, јер акционари који продају акције у програмима откупа плаћају порезе на капиталне добитке по нижој стопи од стопе пореза на редовне приходе од дивиденде.

Сигнали које менаџер испоручује на тржишту утичу на цијену акција. Уколико се сигнали тумаче као добри, долази до раста цијена акција, позитивних абнормалних приноса за акционаре, односно раста цијена за акционаре.

Откуп холандском акцијом резултира мањим премијама, у односу на откуп по јавној понуди, те су слабије реакције цијена акција и сигнали које производи овај метод. Откупом на отвореном тржишту се не нуде премије и откупљује се најмањи проценат акција, па стога је и цијена акција на отвореном тржишту најслабија.

Приликом откупа акција власништво се најчешће повећава код менаџера. Повећањем њиховог учешћа у власништву, очекује се да ће радити у циљу стварања вриједности.

Трансакције откупа акција на отвореном тржишту повезане су са смањењем систематског ризика и цијене капитала, гдје и поред пада инвестиционих прилика

предузећа и будуће профитабилности, најаву откупа акција доводи до абнормалних приноса за акционаре.

ЛИТЕРАТУРА

.....

- Comment, R., Jarrell, G. A.** 1991. The Relative Signaling Power of Dutch - Auction and Fixed - Price Self - Tender Offers and Open - Market Share Repurchases. *Journal of Finance*. 46: 1243–1271.
- Dann, L.Y.** 1981. Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders. *Journal of Financial Economics*. 9: 113–138.
- D' Mello R., Shroff P. K.** 2000. Equity Undervaluation and Decisions Related to Repurchase Tender Offers: An Empirical Unvestigation. *The Journal of Finance*. Vol. 55.
- Grullon, G., Michaely, R.** 2004. The Information Content of Share Repurchase Programs. *The Journal of Finance*. Vol. 59.
- Harris M., Raviv A.** 1988. Corporate Control Contests and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*.
- Stulz R. M.** 1988. Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J., Vermaelen, T.** 1995. Market Underreaction to Open Market Share Repurchases. *Journal of Financial Economics*.
- Lie, E., McConnell, J. J.** 1998. Earnings Signals in Fixed - Price and Dutch Auction Self - Tender Offers. *Journal of Financial Economics*. 49: 161–186.
- Masulis, R. W.** 1980. Stock Repurchase by Tender Offer: An Analysis of the Causes of Common Stock Price Changes. *Journal of Finance*. 35: 305–319.
- Rappaport, A.** 1998. *Creating shareholder value: A guide for managers and investors*. New York: Free Press.