

UDK 336.761.6(497.5)

Prethodno priopćenje

Stanko Dabić prof.*

Dr. sc. Stipan Penavin **

OTKUP VLASTITIH DIONICA KAO STRATEŠKA POSLOVNA ODLUKA PODUZEĆA

Ovaj s rad bavi analizom otkupa vlastitih dionica kao aktivne strateške poslovne odluke poduzeća. Otkup vlastitih dionica u uvjetima potpuno efikasnog tržišta i učinci otkupa analiziraju se kroz tri strateške odluke poduzeća: konstantnu isplatu dividendi dioničarima iz ostvarene zarade na angažirani kapital poduzeća, otkup vlastitih dionica na sekundarnom tržištu u visini predviđenog iznos za isplatu dividendi i držanje dionica u trezoru, te kao treća odluka o isplati dividende dioničarima korištenjem otkupljenih dionica. Primjenom metoda tržišne kapitalizacije i CAPM modela obavljeno je vrednovanje tržišne cijene dionica s gledišta vlasnika i s gledišta poduzeća. S gledišta vlasnika koji preferira brzu potrošnju najveća tržišna vrijednost postiže se odlukom o neprekidnoj isplati dividende u novcu. Poduzeće najveću tržišnu vrijednost ostvaruje otkupom vlastitih dionica i njihovim držanjem u trezoru. Rast tržišne cijene dionica viši je u trenutku najave otkupa vlastitih dionica. Nakon završetka procesa otkupa vlastitih dionica tržišna se kapitalizacija smanjuje. Držanjem dionica u trezoru poduzeća otkupljene vlastite dionice imaju karakteristike put opcije s neograničenim vremenom izvršenja koja se može realizirati prodajom trezorskih dionica

* Belje d.d.

**Ekonomski fakultet u Osijeku

na tržištu. Najniža tržišna vrijednost s gledišta vlasnika i gledišta poduzeća ostvaruje se otkupom vlastitih dionica i korištenjem otkupljenih dionica za isplatu dividendi ili za druge isplate ciljanim grupama unutar poduzeća.

Ključne riječi: *vlastite dionice, tržišna cijena, tržišna kapitalizacija.*

1. UVOD

Sredinom sedamdesetih i početkom osamdesetih godina svjetska su tržišta kapitala uvela brojne financijske inovacije. Financijske inovacije su tržišne usluge koje za korisnika predstavljaju novinu, a sačinjavaju ih određeni financijski instrumenti ili financijski tokovi. Među financijskim inovacijama veliku je popularnost stekao otkup vlastitih dionica koji je predstavljao popularnu metodu stvaranja novčanih tokova poduzeća na načelima put opcije. Popularnost metode otkupa vlastitih dionica pojavljivala se u valovima. Od početka 2005. godine do 30. 06. 2006. godine na svjetskom tržištu raste popularnost metode otkupa vlastitih dionica kao aktivne strateške poslovne odluke. Metodom otkupa vlastitih dionica na američkim su burzama poduzeća u navedenom razdoblju, stekla vlastite dionice vrijedne 500 milijarda USD. U ovom radu autori analiziraju metodu otkupa vlastitih dionica kao stratešku poslovnu odluku poduzeća. Cilj rada je analizirati kako se aktivnom strategijom otkupa vlastitih dionica može utjecati na tržišnu cijenu dionica. Ovaj rad obuhvaća i kratku analizu koliko se hrvatska poduzeća koriste metodom otkupa dionica kao aktivnom strateškom poslovnom odlukom. Analiza je ograničena na dionička društva čije su dionice izlistane u Prvoj kotaciji Zagrebačke i Varaždinske burze, te na poduzeća Adris grupa, Končar elektroindustrija i IPK Kandit, čije su dionice izlistane u kotaciji javnih dioničkih društava. Metoda otkupa vlastitih dionica uvijek se promatra i analizira sukladno temeljnom cilju poslovanja poduzeća.

2. CILJ POSLOVANJA PODUZEĆA

Osnovni cilj poslovanja svakog poduzeća jest povećanje vrijednosti za njegove vlasnike, odnosno povećanje vrijednosti samog poduzeća. Ova pretpostavka počiva na financijskom konceptu poduzeća. Financijski koncept poduzeća snagu poduzeća utvrđuje na temelju uređenih novčanih tokova. Financijski koncept bitno se razlikuje od računovodstvenoga koncepta vrijednosti poduzeća koji naglašava kako je temeljni cilj poslovanja poduzeća maksimiziranje profita. Prednost koncepta novčanih tokova nad konceptom profita u tome je što novčani tok nije obračunska kategorija već čvrsta stvarnost.¹ Nedostatak koncepta novčanog toka je njegova neprilagođenost praćenju internih poslovnih procesa u poduzeću, odnosno praćenje transformacijskog procesa roba-novac u poduzeću. Poduzeće predstavlja skup ljudi različitih interesa. I zbog toga povećanje vrijednosti imovine za vlasnike nije jednostavan proces. To je proces koji izaziva brojna pitanja. Načini povećanja vrijednosti imovine za vlasnike postali su ključno pitanje financijskog upravljanja i odlučivanja u poduzeću. Uspješno upravljanje poduzećem nije moguće bez cjelovitog skupa usklađenih poslovnih strategija, investicijskih ciljeva, ciljeva poslovanja i financijskih politika koje će se međusobno dopunjavati, a ne pobijati.² U uvjetima nesavršenosti i određene neefikasnosti financijskih tržišta temeljni cilj poslovanja poduzeća svodi se na maksimiziranje vrijednosti vlasničke glavnice, odnosno kapitala poduzeća. Vrijednost vlasničke glavnice poduzeća iskazuje se tržišnom cijenom obične, redovne dionice poduzeća koja predstavlja odraz triju temeljnih odluka koje mora donijeti poduzeće:

- Odluka o investiranju
- Odluka o financiranju
- Odluka o dividendi

Svaka navedena odluka mora biti usklađena s osnovnim ciljevima poslovanja poduzeća.³

Odluka o investiranju - najvažnija je odluka i predstavlja odluku o alociranju kapitala na investicijske prijedloge čije će se koristi realizirati u budućnosti s procjenom njihovoga očekivanog prinosa i rizika.

Odluka o financiranju - predstavlja odluku o najboljoj kombinaciji financiranja, odnosno odluku o strukturi kapitala.

Odluka o dividendi – predstavlja odluku o raspodjeli zarade među vlasnicima i dijela zarade koji će se zadržati u poduzeću za njegov razvoj.

Navedene tri odluke predstavljaju aktivne strateške odluke. Za utvrđivanje vrijednosti vlasničke glavnice (kapitala) poduzeća koriste se različite metode i pristupi. Suvremena ekonomska teorija u središte zanimanja dovela je metode tržišne kapitalizacije koje karakterizira dinamični pristup utvrđivanju vrijednosti poduzeća na temelju procjene profitne snage uređenih novčanih tokova. Metode tržišne kapitalizacije utemeljene su na konceptu ekonomske vrijednosti poduzeća i vezama koje postoje između tržišta kapitala i procjene vrijednosti vlasničke glavnice poduzeća. Metode tržišne kapitalizacije temelje se na tri teorijska koncepta:

1. koncept vremenske vrijednosti novca (time value of money)
2. koncept dinamičkog vrednovanja imovine (računovodstvene aktive)
3. koncept čiste sadašnje vrijednosti (net present value – NPV)

Najveći dio dugoročnih financijskih odluka ocjenjuje se primjenom tehnike budžetiranja kapitala. Tehnika budžetiranja kapitala naglašava kako su svim investicijskim projektima zajedničke sljedeće karakteristike:

1. dugoročni karakter investicijskog projekta
2. vremenski raskorak između ulaganja u efekata ulaganja
3. međuovisnost investiranja i financiranja
4. rizik i neizvjesnost⁴

Metode tržišne kapitalizacije do punog izražaja dovode međuovisnost rizika i profitabilnosti, gdje se naglasak stavlja na tržišnu cijenu dionica. Tržišna cijena dionica promatra kao procijenjeni budući uređeni čisti novčani tok tijekom ekonomskog vijeka projekta.

¹ Orsag, S: Financije za poduzetnike, Hita-consulting, Zagreb, 1996, str. 6.

² Helfert, E. A: Tehnike financijske analize, Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb, 1997, str. 13.

³ Navedeno prema Van Horne, J. C.: Financijsko upravljanje i politika, Mate, Zagreb, 1993, str. 8.

⁴ Vidjeti više u Orsag, S: Budžetiranje kapitala: Procjena investicijskih projekata, Masmedia, Zagreb, 2002 godine

3. OTKUP VLASTITIH DIONICA KAO STRATEŠKA POSLOVNA ODLUKA

3. 1. Otkup vlastitih dionica

Otkup vlastitih dionica (stock repurchases)⁵ predstavlja proces u kojem neko dioničko društvo otkupljuje dio svojih dionica od investitorske javnosti. Otkupljene dionice pohranjuju se u trezoru društva pa se nazivaju i trezorske dionice.⁶

Dioničko društvo na sekundarnom tržištu može otkupljivati redovne i povlaštene dionice. Investitorska javnost s posebnom pozornošću prati priče u kojima poduzeće otkupljuje vlastite redovne dionice. Otkupom vlastitih redovnih dionica poduzeće utječe na pravni, poduzetnički, financijski i investicijski status redovnih dionica, odnosno vlasničke glavnice.

Zakon o trgovačkim društvima propisuje da društvo može stjecati vlastite dionice samo:⁷

1. ako je stjecanje potrebno da bi se od društva otklonila teška šteta koja neposredno predstoji
2. ako dionice treba ponuditi da ih steknu zaposleni u društvu ili nekom od društava koje je s njima povezano
3. ako se dionice stječu zato da bi se po odredbama ovog zakona dioničarima dala otpremnina
4. ako je stjecanje nenaplatno ili ako stjecanjem financijska institucija kupuje dionice komisio
5. na temelju univerzalnoga pravnog sljedništva
6. na temelju odluke glavne skupštine o povlačenju dionica po propisima o smanjenju temeljnoga kapitala.

Zakon određuje da ukupan nominalni iznos dionica stečenih u svrhe navedene od rednog broja 1. do rednog broja 3. ne može, zajedno s takvim iznosima drugih dionica društva koje je ono već steklo i još ih ima, prijeći deset posto (10 %) temeljnoga kapitala.

⁵ Otkup dionica u domaćem žargonu ponegdje se označava i kao stock buyback

⁶ Orsag, S: Pomodni sjaj buybacka dionica, Financijski magazin Investitor, br. 2, Zagreb, 2006, str. 47.

⁷ Zakon o trgovačkim društvima, NN 111/93, članak 232

Stjecanje vlastitih dionica dopušteno je samo onda ako društvo stvori propisane rezerve za te dionice tako da ne smanji temeljni kapital društva ni rezerve koje po zakonu ili statutu ono mora imati, a koje ne smije koristiti za isplate dioničarima. Iz vlastitih dionica društvu ne pripadaju nikakva prava.

3.2. Motivi za otkup vlastitih dionica

Otkup vlastitih dionica na sekundarnome tržištu može biti motivirano različitim razlozima:

1. zaustavljanje pada tržišne cijene
2. omogućavanje ostvarivanja postojećih prava na kupnju ili konverziju u obične dionice
3. realiziranje poslovne kombinacije spajanja i pripajanja
4. izbor strategije obrane protiv neprijateljskog preuzimanja na tržištu kapitala

Otkup dionica može se obavljati za račun određenih ciljanih interesnih grupa unutar dioničkoga društva (buy-out) ili u korist interesnih skupina izvan dioničkoga društva (buy-in).

Kada se otkup vlastitih dionica organizira za račun unutarnjih ciljanih interesnih grupa govori se o:

- management buy out (MBO) – otkup dionica za račun menedžmenta dioničkoga društva
- employee buy out (EBO) – otkupu dionica za račun zaposlenika dioničkoga društva⁸

Otkup vlastitih dionica za račun interesnih skupina izvan dioničkoga društva pretpostavlja poslovne kombinacije preuzimanja.

- Poslovne kombinacije preuzimanja mogu biti:
- prijateljsko preuzimanje (friendly acquisition)
 - neprijateljsko preuzimanje (hostile tender)

Kod prijateljskoga preuzimanja metodom otkupa vlastitih dionica pomaže se preuzimatelju da lakše ovlada vlasničkom strukturom kapitala.

Kod neprijateljskoga preuzimanja poduzeće otkupom vlastitih dionica otežava ovladavanje vlasničkom strukturom jer podiže tržišna cijena dionica što, kod potencijalnoga preuzimatelja zahtijeva trošenje dodatnih sredstava za ovladavanje vlasničkom strukturom kapitala budući da napadnuto poduzeće može svoje trezorske dionice aktivirati i u pogodnom trenutku prenijeti na treću stranu ("Bijeli vitez"

⁸ Orsag, S: Pomodni sjaj buybacka dionica, Financijski magazin Investitor, br.2, Zagreb, 2006, str. 47

– withe knight) koja je prijateljski raspoložena prema napadnutom poduzeću.⁹

Na hrvatskim tržištima kapitala otkup vlastitih dionica može biti motiviran i postupkom odlaska u privatnost (going private). Zakon o tržištu vrijednosnih papir ("Narodne novine" broj 84/2002), kojim su uređeni temeljni odnosi na tržištu kapitala Republike Hrvatske, sva dionička društva čiji je kapital veći od 30 milijuna kuna a u vlasničkoj strukturi imaju više od 100 dioničara svrstao je u javna dionička društva. Javna dionička društva obvezna su svoje dionice uvrstiti na jednu od hrvatskih burzi u Kotaciji javnih dioničkih društava (JDD kotacija). Javna dionička društva kod kojih mali dioničari sudjeluju s manje od 15 posto u kapitalu društva mogu odlukom o otkupu vlastitih dionica utjecati na vlastitu dioničarsku strukturu. Poduzeće može otkupiti 10 posto dionica od malih dioničara i tako smanjiti njihov broj ispod 100 osoba. Nakon toga poduzeće može provesti postupak squeeze outa - istiskivanja preostalih malih dioničara koji zajedno imaju manje od 5 posto udjela iz vlasničke strukture jednokratnom isplatom uloga. Nakon provedbe postupka squeeze outa poduzeće zbog posebnih razloga i interesa može otići u privatnost, odnosno ne listati svoje dionice u JDD kotaciji.

3.3. Učinci otkupa vlastitih dionica na perfektnom tržištu

Otkup vlastitih dionica može se promatrati s teorijskog i praktičnoga gledišta. Teorijsko gledište podrazumijeva da poduzeće otkup vlastitih dionica obavlja u uvjetima idealnog, potpuno efikasnoga teorijskog tržišta. Teorija da cijene dionica u potpunosti odražavaju sve raspoložive informacije naziva se teorija efikasnosti tržišta (EMH – efficient market hypothesis)¹⁰. Na teorijskom tržištu utvrđena vrijednost imovine poduzeća i vrijednost poduzeća kao cjeline izjednačene su. To je moguće jedino u idealiziranim uvjetima koji pretpostavljaju:

- izostanak svih oblika posredovanja
- potpuno racionalno djelovanje svih sudionika na tržištu
- raspolaganje simetričnim, jednako dostupnim

⁹ Orsag, S., Gulinić, D.: Poslovne kombinacije, HZRIF, Zagreb, 1996, str. 257

¹⁰ Bodie, Z i dr.: Počela ulaganja 4 izdanje, Mate, Zagreb, 2006., str. 269.

informacijama o kretanjima na tržištu za sve sudionik

Otkupom vlastitih dionica na efikasnom tržištu smanjuje se količina dionica na strani ponude i time povećava potražnja, odnosno povećava se tržišna cijena s nepromijenjenim ostalim tržišnim parametrima. Postavlja se pitanje hoće li rast tržišne cijene dionica na efikasnom tržištu prouzročiti otkupom vlastitih dionica rezultirati povećanjem vrijednosti za vlasnike dionica. Odgovor na ovo pitanje dobiva se korištenjem rezultata otkupa vlastitih dionica kao alternative isplate dividendi iz zarada poduzeća.

Analiza učinka otkupa vlastitih dionica na efikasnom tržištu počinje strateškom poslovnom odlukom poduzeća da iz ostvarenih zarada svojim dioničarima neprekidno isplaćuje dividendu. Interpretacija moguće prethodne postavke navedena je u sljedećem pretpostavljenom slučaju.

Primjer 1. Dioničko društvo ABC emitiralo je 1.000 redovnih dionica nominalnog iznosa 100,00 kn. Na kraju poslovne godine, 31.12.2005. godine, ostvarilo je neto zaradu na angažirani kapital (ROE) od 20.000,00 kn (20 %). Poduzeće je odlučilo svojim dioničarima isplatiti dividendu u iznosu od 12,00 kn (60 % neto zarade), a 8,00 kn (40 %) će zadržati i koristiti za vlastiti razvoj. Tržišna cijena dionica na dan 31.12.2005. godine iznosi 120,00 kn. P/E pokazatelj iznosi 6. Poduzeće očekuje da će u idućih 5 godina zadržati istu stopu ROE i raspodjelu neto zarade (60% za isplatu dividende i 40% zadržati za razvoj). Nerizična stopa ulaganja R_f iznosi 5,0 posto godišnje. Vlasnička struktura poduzeća na dan 31.12.2005. godine ima sljedeći izgled:

Tablica 1. Vlasnička struktura poduzeća 31. 12. 2005. - isplata dividende u novcu

R/b	Dioničar	Broj dionica	% udio
1.	Ivan Ivić	400	40,0
2.	Jozo Jozić	300	30,0
3.	Petar Perić	200	20,0
4.	Stipo Stipić	100	10,0
I	UKUPNO:	1.000	100,0
5.	Trezorske dionice	-	-
II	UKUPNO DIONICA:	1.000	100,0

Pod pretpostavkom da tijekom ekonomskog vijeka projekta neće dolazi do dokapitalizacije planirani neto novčani tok u idućih 5 godina prikazan je u tablici:

Ukupna vrijednost poduzeća za njegove dioničare mjerena metodama profitne snage poduzeća izračunava se prema formuli:¹¹

Tablica 2. Neto novčani tok – nakon isplata dividende u novcu

R/b	Opis	2005	2006	2007	2008	2009
1.	Uplaćeni kapital	100.000	-	-	-	-
2.	Neto dobit (20 %)	20.000	21.600	23.328	25.194	27.210
I	PRIMICI UKUPNO	120.000	21.600	23.328	25.194	27.210
3.	Dividende (60 %)	12.000	12.960	13.997	15.116	16.326
II	IZDACI UKUPNO	12.000	12.960	13.997	15.116	16.326
III	NETO PRIMITAK (I-II)	108.000	8.640	9.331	10.078	10.884
IV	KUMULATIV	108.000	116.640	125.971	136.049	146.993

Uvažavajući koncept vremenske vrijednosti novca i primjenom CAPM modela (capital asset pricing model) utvrđena je tržišna vrijednost poduzeća i ukupne vrijednosti za dioničara. CAPM model tržišnu vrijednost dionica izražava kao sadašnju vrijednost očekivanih dividendi prema formuli:

$$Po = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D1}{(1+k)^t}$$

Po = tržišna cijena dionica

D1 = očekivana dividenda na kraju razdoblja

k = očekivana stopa prinosa

t = broj obračunskih razdoblja

Izračun sadašnje vrijednosti očekivanih budućih dividendi i sadašnje vrijednosti neto novčanog toka poduzeća prikazana je u tablici.

Tablica 3. Sadašnja vrijednost – nakon isplata dividende

R/b	Opis	2005	2006	2007	2008	2009
A.	Dividende (60 %)	12.000	12.960	13.997	15.116	16.326
1.	Diskontni faktor (12 %)	1,00	0,89	0,79	0,71	0,63
2.	NPV	12.000	11.534	11.057	10.732	10.285
3.	Kumulativ NPV	12.000	23.534	34.591	45.323	55.608
B	NETO PRIMITAK	108.000	8.640	9.331	10.078	10.884
1.	Diskontni faktor (8 %)	1,0	0,92	0,85	0,79	0,73
2.	NPV	108.000	7.948	7.931	7.961	7.945
3.	Kumulativ NPV	108.000	115.948	123.879	131.840	139.785

Napomena: NPV – net present value (neto sadašnja vrijednost)

$$Vo = \sum_{t=1}^T \frac{Ft}{(1+k)^t} - \sum_{t=1}^T \frac{It}{(1+k)^t} + \frac{At}{(1+k)^t}$$

Vo = vrijednost poduzeća

Ft = novčani tokovi od poslovanja po godinama

At = rezidualna vrijednost imovine poduzeća

It = potrebne nove investicije po godinama

k = diskontna stopa

t = broj godina projekcije

Na temelju podataka iz tablice tržišna vrijednost poduzeća iznosi:

$$Vo = 55.608,00 - 0 + 139.875,00 = 195.393,00 \text{ kn}$$

¹¹ Više u: Priručnik za polaganje ispita za obavljanje poslova Investicijskog savjetnika, HUF A, Zagreb, 2001.

Podaci pokazuju da je neto sadašnja vrijednost novčanih tokova imovine poduzeća za 5 godina držanja dionice procijenjena na 139.785,00 kn (kapitalizacija 39,78 %), te da će dioničari primiti ukupno 55.608,00 kn dividendi (kapitalizacija 5,56 %) što čini ukupno 195.393,00 kn, odnosno 195,39 kn po dionici.

Bilanca poduzeća po godinama ekonomskog vijeka projekta imat će sljedeći izgled:

Tablica 4. Bilanca poduzeća – nakon isplata dividende

R/b	Opis	2005	2006	2007	2008	2009
1.	Novac na računu	108.000	116.640	125.971	136.049	146.993
I	AKTIVA UKUPNO	108.000	116.640	125.971	136.049	146.993
1.	Uplaćeni kapital	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
2.	Zadržana dobit	8.000	16.640	25.971	36.049	46.993
I	PASIVA UKUPNO	108.000	116.640	125.971	136.049	146.993

Analiza druge strateške poslovne odluke obuhvaća pretpostavku da će se vlasnici poduzeća umjesto isplate dividende u novcu odlučiti za otkup vlastitih dionica na sekundarnom tržištu kao u sljedećem primjeru.

Primjer 2. Poduzeće ABC je 31.12.2005. godine odlučilo ne isplati dividendu dioničarima nego da sredstva zarade koristi za otkup 100 vlastitih dionica (10 % temeljnog kapitala) od dioničara Stipe Stipića. U razdoblju od 2006. do 2009. godine poduzeće planira ostvariti zaradu na angažirani kapital (ROE) od 20 %, pri čemu će se 60% zarade koristiti za isplatu dividende, a 40 % zadržati za razvoj i nove investicijske projekte. Vlasnička struktura na dan 31.12.2005. godine nakon otkupa vlastitih dionica prikazana je u tablici:

Tablica 5. Vlasnička struktura nakon otkupa vlastitih dionica

R/b	Dioničar	Broj dionica	% udio
1.	Ivan Ivić	400	44,5
2.	Jozo Jozić	300	33,3
3.	Petar Perić	200	22,2
4.	Stipo Stipić	0	0,0
I	UKUPNO:	900	100,0
5.	Treznorske dionice	100	-
II	UKUPNO DIONICA	1.000	100,0

Otkupom vlastitih dionica promijenila se vlasnička struktura poduzeća budući da treznorske dionice, prema zakonu, ne daju nikakva prava poduzeću. Promjena vlasničke strukture poduzeća izaziva rast cijena dionica na efikasnom tržištu s obzirom na metode tržišne kapitalizacije. Najpoznatija metoda tržišne kapitalizacije jest metoda P/E pokazatelja koja u vezu dovodi relativni odnos cijene i zarada po dionici pa se stoga naziva price-earnings ratio (P/E ratio)

P/E pokazatelj računa se kao odnos tržišne cijene dionice i zarade po dionici nakon oporezivanja, što se matematički može izraziti kao

$$P/E = \frac{P_0}{EPS} \quad (1)$$

P_0 = trenutna tržišna cijena dionice
EPS = neto dobit po dionici (earning per share)

EPS predstavlja omjer neto dobiti nakon plaćenih kamata i poreza na dobit u odnosu na broj redovnih dionica koje čine vlasničku glavnica poduzeća, što se matematički može izraziti kao:

$$EPS = \frac{E_n}{N_s} \quad (2)$$

E_n = neto dobit nakon plaćenih kamata i poreza
 N_s = broj običnih dionica poduzeća

Iz izraza broj (1) tržišna cijena dionica može se izraziti kao:

$$P_0 = P/E \times EPS.$$

Zarada po dionici prije otkupa vlastitih dionica (EPS₀) iz primjera 1. na teorijskom tržištu iznosila je:

$$EPS_0 = \frac{20.0000}{1.000} = 20,00 \text{ kn.}$$

Tržišna cijena dionica $P_0 = P/E \times EPS_0 = 6 \times 20,00 \text{ kn} = 120,00 \text{ kn}$

Zarada po dionici nakon otkupa vlastitih dionica (EPS1) na efikasnom tržištu iznosi:

$$\text{EPS1} = \frac{20.000}{900} = 22,22$$

Tržišna cijena u trenutku otkupa vlastitih dionica iznosi $P1 = 6 \times 22,22 = 133,32$

Tržišna cijena u trenutku otkupa povećana je za 11,1 posto u odnosu na tržišnu cijenu prije otkupa vlastitih dionica.

Iz navedenog slijedi da će racionalan prodavatelj (Stipo Stipić) na efikasnom tržištu tražiti za svoje dionice 133,32 kn, odnosno 11,1 posto više u tržišnu cijenu dionica prije procesa otkupa vlastitih dionica.

Pod pretpostavkom da tijekom ekonomskog vijeka projekta neće dolaziti do dokapitalizacije

planirani neto novčani tok nakon otkupa vlastitih dionica i idućih 5 godina prikazan je u tablici:

Sadašnja vrijednost planiranih primitaka od dividendi i neto primitaka poduzeća nakon otkupa vlastitih dionica prikazana je u tablici

Ukupna vrijednost poduzeća za njegove dioničare, mjerena metodama profitne snage poduzeća, nakon otkupa vlastitih dionica iznosi

$$V_0 = 39.431,00 - 0 + 143.394,00 = 182.825,00 \text{ kn}$$

Podaci pokazuju da je ukupna vrijednost poduzeća nakon otkupa vlastitih dionica manja od tržišne vrijednosti poduzeća ako isplaćuje neprekidno dividendu za 12.568,00 kn. Razlog tomu je žrtvovanje sredstava poduzeća za otkup vlastitih dionica na početku procesa po višoj tržišnoj cijeni, što je utjecalo na smanjenje ukupne imovine poduzeća.

Tablica 6. Neto novčani tok – nakon otkupa vlastitih dionica

R/b	Opis	2005	2006	2007	2008	2009
1.	Uplaćeni kapital	100.000	-	-	-	-
2.	Neto dobit (20 %)	20.000	21.336	23.299	25.442	27.783
I	PRIMICI UKUPNO	120.000	21.336	23.299	25.442	27.783
3.	Otkup 100 dion. po 133,20	13.320	-	-	-	-
4.	Dividenda 54% (0,60*0,90)	-	11.521	12.581	13.788	15.002
II	IZDACI UKUPNO	13.320	11.521	12.581	13.788	15.002
III	NETO PRIMITAK (I-II)	106.680	9.815	10.717	11.703	12.781
IV	KUMULATIV	106.680	116.495	127.212	138.915	151.696

Tablica 7. Sadašnja vrijednost – nakon otkupa vlastitih dionica

R/b	Opis	2005	2006	2007	2008	2009
A.	Dividende (60 %)	0	11.521	12.581	13.788	15.002
1.	Diskontni faktor (12 %)	1,00	0,89	0,79	0,71	0,63
2.	NPV	0	10.253	9.938	9.789	9.451
3.	Kumulativ NPV	0	10.253	10.191	29.980	39.431
B	NETO PRIMITAK	106.680	9.815	10.717	11.703	12.781
1.	Diskontni faktor (8 %)	1,0	0,92	0,85	0,79	0,73
2.	NPV	106.680	9.030	9.109	9.245	9.330
3.	Kumulativ NPV	106.680	115.710	124.819	134.064	143.394

Napomena: NPV – net present value (neto sadašnja vrijednost)

Promjene vlasničke strukture nastale otkupom vlastitih dionica pokazuju relativno povećanje udjela postojećih dioničara u vlasničkoj strukturi, odnosno zgušnjavanje vlasničkih prava, čime se omogućava bolja kontrola nad novčanim tokovima. Posljedica je viša tržišna cijena dionica s obzirom na rast zarada po dionici (EPS). Budući da se vrijednost poduzeća od 182.825,00 kn dijeli na 900 dionica u vlasničkoj strukturi, tržišna cijena dionice iznosi 203,13 kn, što je za 3,96 % više nego kod procijenjene vrijednosti poduzeća nakon konstante isplate dividendi. Rast tržišne cijene nakon otkupa vlastitih dionica od 3,96 % manji je od rasta cijene koju je ostvario dioničar Stipo Stipić (11,1 %), što pokazuje da je rast cijena dionica na tržištu veći u trenutku objave namjere o otkupu dionica nego nakon što se otkup dogodi. Bilanca poduzeća po godinama ekonomskog vijeka projekta nakon otkupa vlastitih dionica imat će sljedeći izgled:

Tablica 8. Bilanca poduzeća – nakon otkupa vlastitih dionica za trezor

R/b	Opis	2005	2006	2007	2008	2009
1.	Novac na računu	106.680	116.495	127.212	138.915	151.696
2.	Financ.imovina	13.320	13.320	13.320	13.320	13.320
I	AKTIVA UKUPNO	120.000	129.815	140.532	152.235	165.016
1.	Uplaćeni kapital	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
2.	Rezervacije	13.320	13.320	13.320	13.320	13.320
3.	Zadržana dobit	6.680	16.495	27.212	38.915	51.696
I	PASIVA UKUPNO	120.000	129.815	140.532	152.235	165.016

Računovodstvena praksa u Republici Hrvatskoj otkupljene vlastite dionice prikazuje u bilanci kao imovinu poduzeća. Međunarodni računovodstveni standard MRS 32 nalaže da se otkupljene vlastite dionice moraju prikazati u bilanci poduzeća kao odbitna stavka kapitala (vlasničke glavnice) i nije kompatibilan sa Zakonom o računovodstvu (NN 146/2005) i Zakonom o trgovačkim društvima (NN 111/93).¹²

Kao treća strateška mogućnost analizira se odluka vlasnika da poduzeće postojećim dioničarima isplati dividendu iz otkupljenih dionica kako je navedeno u primjeru 3.

Primjer 3. Poduzeće ABC je odlučilo otkupiti 100 vlastitih dionica (10 %) temeljnoga kapitala i isplatiti dioničarima dividendu za 2005. godinu dioničarima korištenjem otkupljenih vlastitih dionica.

U razdoblju od 2006. do 2009. godine poduzeće planira ostvariti zaradu na angažirani kapital (ROE) od 20 %, od čega će za isplatu dividendi izdvojati 60 %, a 40 % zarade će zadržati za vlastiti razvoj.

Nakon isplate dividende u otkupljenim dionicama društva vlasnička struktura poduzeća na dan 31.12.2005. godine imat će sljedeći izgled:

Tablica 9. Vlasnička struktura nakon isplate dividende u dionicama

R/b	Dioničar	Broj dionica	% udio
1.	Ivan Ivić	445	44,5
2.	Jozo Jozić	333	33,3
3.	Petar Perić	222	22,2
4.	Stipo Stipić	0	0,0
I	UKUPNO:	1.000	100,0
5.	Trezorske dionice	-	-
II	UKUPNO DIONICA	1.000	100,0

Pod pretpostavkom da tijekom ekonomskog vijeka projekta neće dolaziti do dokapitalizacije planirani neto novčani tok nakon otkupa vlastitih dionica i idućih 5 godina prikazan je u tablici:

¹² Više o tome Idžojić, I: Ulaganje u vlastite dionice, Računovodstvo i financije broj 10, Zagreb, 2005, str.

Tablica 10. Neto novčani tok – nakon isplate dividendi u dionicama

R/b	Opis	2005	2006	2007	2008	2009
1.	Uplaćeni kapital	100.000	-	-	-	-
2.	Neto dobit (20 %)	20.000	21.336	23.043	24.915	26.908
I	PRIMICI UKUPNO	120.000	21.336	23.403	24.915	26.908
3.	Otkup 100 dion. po 133,20	13.320	-	-	-	-
4.	Dividenda 60%	-	12.801	14.042	14.949	16.145
II	IZDACI UKUPNO	13.320	12.801	14.042	14.949	16.145
III	NETO PRIMITAK (I-II)	106.680	8.535	9.361	9.966	10.763
IV	KUMULATIV	106.680	115.215	124.576	134.542	145.305

Sadašnja vrijednost planiranih primitaka od dividendi i neto primitaka poduzeća nakon otkupa vlastitih dionica prikazana je u tablici

Tablica 11. Sadašnja vrijednost – nakon isplate dividendi u dionicama

R/b	Opis	2005	2006	2007	2008	2009
A.	Dividende (60 %)	0	12.801	14.042	14.949	16.145
1.	Diskontni faktor (12 %)	1,00	0,89	0,79	0,71	0,63
2.	NPV	0	11.393	11.093	10.613	10.171
3.	Kumulativ NPV	0	11.939	22.486	33.099	43.270
B	NETO PRIMITAK	106.680	8.535	9.361	9.966	10.763
1.	Diskontni faktor (8 %)	1,0	0,92	0,85	0,79	0,73
2.	NPV	106.680	7.852	7.957	7.873	7.857
3.	Kumulativ NPV	106.680	114.532	122.489	130.362	138.219

Napomena: NPV – net present value (neto sadašnja vrijednost)

Ukupna vrijednost poduzeća za njegove dioničare mjerena metodama profitne snage poduzeća nakon isplate dividendi iz otkupljenih vlastitih dionica iznosi

$$V_0 = 43.270,00 - 0 + 138.219,00 = 181.489,00 \text{ kn.}$$

Podaci pokazuju da je ukupna vrijednost poduzeća nakon isplate dividende korištenjem otkupljenih dionica procijenjena na 181.489,00 kn, odnosno 181,49 kn po dionici.

Bilanca poduzeća po godinama ekonomskog vijeka projekta nakon otkupa vlastitih dionica i isplate dividendi u dionicama imat će sljedeći izgled:

Tablica 12. Bilanca poduzeća – nakon isplate dividendi u dionicama

R/b	Opis	2005	2006	2007	2008	2009
1.	Novac na računu	106.680	115.215	124.576	134.542	145.305
2.	Financ.imovina	-	-	-	-	-
I	AKTIVA UKUPNO	106.680	115.215	124.576	134.542	145.305
1.	Uplaćeni kapital	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
2.	Rezervacije	-	-	-	-	-
3.	Zadržana dobit	6.680	15.215	24.576	34.542	45.305
I	PASIVA UKUPNO	106.680	115.215	124.576	134.542	145.305

4.4. Usporedba vrijednosti

Korištenjem triju različitih strateških poslovnih odluka dobivene su različite tržišne vrijednosti poduzeća. Dobivene tržišne vrijednosti poduzeća na dan 31.12.2005. godine prikazane su u tablici.

Tablica 13. Usporedba vrijednosti

R/B	Opis	NPV dionica	NPV imovine	UKUPNO	Broj dionica	Tržišna vrijed. dionice
1.	Isplata dividendi u novcu	55.608	139.875	195.393	1.000	195,39
2.	Držanje dionica u trezoru	39.431	143.394	182.825	900	203,13
3.	Isplata dividendi u dionic	43.270	138.219	181.489	1.000	181,49

Podaci iz tablice pokazuju da se najveća tržišna vrijednost poduzeća ostvaruje otkupom vlastitih dionica i držanjem otkupljenih vlastitih dionica u trezoru. Razlog tome je što trezorske dionice ne daju poduzeću nikakva prava. Prigodom isplate dividendi dio dividendi koje se odnose na trezorske dionice ne isplaćuju se nego ih poduzeće zadržava kao zadržanu dobit za vlastiti razvoj. Držanjem trezorskih dionica stvarna je put opcija koju poduzeće može realizirati prodajom trezorskih dionica na tržištu.

Dioničar najveću vrijednost za sebe ostvaruje neprekidnom isplatom dividendi u novcu.

Najveću tržišnu cijenu dionice poduzeće ostvaruje ukoliko se odluči za otkup dijela vlastitih dionica i drži ih u trezoru. Navedeno upućuje zašto je strateška odluka o otkupu dionica toliko privlačna investitorima. Najniža vrijednost poduzeća ostvaruje se otkupom vlastitih dionicama i korištenjem otkupljenih dionica za isplatu dividende ili za druge isplate ciljanim grupama unutar poduzeća.

4. UČINCI OTKUPA VLASTITIH DIONICA NA IMPERFEKTNOM TRŽIŠTU

U realnom svijetu ne postoji perfektno tržište, odnosno tržište je imperfektno. Zbog toga se postavlja dodatno pitanje kako će metoda otkupa vlastitih dionica utjecati na tržišnu cijenu dionica u uvjetima, stvarnoga imperfektnog tržišta.

Provedena istraživanja sredinom sedamdesetih i početkom osamdesetih godina na američkim tržištima kapitala svjedoče o tome kako je provođenje

otkupa vlastitih dionica rezultiralo povećanjem tržišne cijene dionica.

Učinci otkupa vlastitih dionica prema dostupnim podacima prikazani su u tablici.

Tablica 14. Učinci otkupa vlastitih dionica na tržištima u SAD

R/B	Opis	Prosječna promjena tržišne cijene dionica
1.	Rast cijena na tržištu nakon najave otkupa	+15,00 %
2.	Pad cijene dionica nakon provedenog otkupa dionica	-3,00 %
3.	Neto učinak nakon provedenog otkupa dionica	+11,55 %

Izvor podataka: Investitor, financijski magazin, br. 2, listopad 2006. godine

Neto učinak od 11,55 % dobiven je korištenjem sljedećeg primjera:

Tablica 15. Izračun neto učinka provedbe otkupa vlastitih dionica

R/B	Opis	Iznos kn
1.	Tržišna cijena dionica prije najave otkupa	100,00
2.	Rast tržišne cijene dionica nakon najave otkupa +15 %	115,00
3.	Pad cijene dionica nakon otkupa dionica - 3 %	-3,45
4.	Tržišna cijena nakon provedenog otkupa dionica	111,55
5.	Neto učinak	+11,55 %

Podaci iz tablice potvrđuju teorijsko razmatranje otkupa vlastitih dionica na efikasnom tržištu. U uvjetima stvarnoga imperfektnog tržišta otkup vla-

stityh dionica ne promatra se samo kao alternativa isplati dividendi. Otkup vlastitih dionica na imper-fektnom karakterizira:

- asimetričnost informacija
- konflikt između različitih interesnih skupina unu-tar i izvan dioničkog društva

U uvjetima stvarnog svijeta u analizu otkupa vlastitih dionica moraju se uključiti:¹³

- Preraspodjelu bogatstva među vlasnicima
- Signale koje postupak otkupa dionica šalje tržištu
- Utjecaj financijske poluge
- Utjecaj osobnih poreza
- Stavove vjerovnika i povlaštenih vlasnika

Navedeni parametri utječu na tržišnu cijenu dionica i izračun vrijednosti poduzeća, te se u konkretnim slučajevima postavljaju kao korekcija teorijskih načela.

5. ANALIZA STANJA NA HRVATSKOME TRŽIŠTU KAPITALA

U posljednje dvije godine zabilježen je snažan razvoj tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj. Analizom stanja na hrvatskim tržištima kapitala želi se utvrditi koriste li manageri hrvatskih podu-

zeća metode okupa vlastitih dionica kao aktivnu stratešku odluku. U tu su svrhu prikupljeni podaci o količinama trezorskih dionica vodećih dioničkih društava čije su dionice izlistane u Prvoj kotaciji Zagrebačke i Varaždinske burzi, te poduzeća Adris, Končar elektroindustrija i IPK Kandid čije su dionice izlistane u kotaciji javnih dioničkih društava.

Podaci iz tablice pokazuju da od 10 promatranih poduzeća samo tri poduzeća drže značajniju količinu trezorskih dionica (Pliva, Varteks i IPK Kandid).

Otkup trezorskih dionica Plive posljedica je defenzivne strategije obrane od neprijateljskog pokušaja preuzimanja poduzeća od strane islandске kompanije Actavis.

Trezorske dionice u portfelju poduzeća IPK Kandid posljedica su pokušaja poduzeća Kraš da tijekom 2005. godine preuzme osječko poduzeće. U svrhu obrane od neprijateljskog preuzimanja IPK Kandid je otkupio vlastite dionice od poduzeća Kraš po cijeni koja je bila znatno viša od prosječne tržišne cijene kojom se u tom trenutku trgovalo na domaćim burzama.

Trezorske dionice poduzeća Varteks vezane su uz otkup vlastitih dionica za račun provedbe projekta EBO (employee buy-outa) i MBO (management

Tablica 16. Količine trezorskih dionica na dan 30.06.2006. godine

R/b		Redovne dionica	Nominalni iznos dionice	Vrijednost redovnog kapitala	Broj dionica u trezoru	% udio
A	ZSE –1.kotacija					
1.	Pliva	18.592.650	100,00	1.859.265.000	1.014.418	5,46
2.	Podravka	5.420.003	300,00	1.626.000.900	82.023	1,51
3.	Croatia osiguranje	307.598	1.400,00	430.637.200	0	0,00
4.	Istraturist	4.674.995	100,00	476.499.500	0	0,00
5.	Medika	30.194	2.000,00	60.388.000	0	0,00
6.	Viro-tvornica šećera	1.386.667	100,00	138.666.700	0	0,00
B	ZSE- Kotacija JDD					
7.	Adris grupa	961.590	100,00	96.159.000	18.954	1,97
8.	Končar elektroindustr.	2.517.053	400,00	1.006.821.200	11.529	0,46
C	VSE –1.kotacija					
9.	Varteks	1.545.859	200,00	309.171.800	326.014	21,09
D	VSE - JDD kotacija					
10	IPK Kandid	715.090	100,00	71.509.000	113.238	15,84

Izvor podataka: Zagrebačka burza ZSE), Varaždinska burza (VSE)

¹³ Navedeno prema Orsag, S: Pomodni sjaj baubybacka dionica, Financijski magazin Investitor, br.2, Zagreb, 2006, str. 47

by-out) u sklopu daljnje privatizacije i definiranja čvršće ulagačke strukture poduzeća.

Prema dostupnim podacima vidljivo je kako hrvatska dionička društva proces otkupa vlastitih dionica koriste prije svega kao defanzivnu strategiju u obrani od neprijateljskih preuzimanja. Aktivne strategije korištenja procesa otkupa vlastitih dionica radi utjecaja na tržišnu cijenu dionica među promatranim dionicama nisu korištene.

6. ZAKLJUČAK

Sredinom sedamdesetih i početkom osamdesetih godina svjetska tržišta kapitala uvela su brojne financijske inovacije. Financijske su inovacije tržišne usluge koje za korisnika predstavljaju novinu, a sačinjavaju ih određeni financijski instrumenti ili financijski tokovi. Među financijskim inovacijama veliku je popularnost stekao otkup vlastitih dionica koji predstavlja metodu stvaranja novčanih tokova poduzeća na načelima put opcije s neograničenim vremenom izvršenja. Otkup vlastitih dionica u uvjetima potpuno efikasnog tržišta i učinci otkupa mogu se analizirati kroz tri strateške odluke poduzeća: konstantnu isplatu dividendi dioničarima iz ostva-

rene zarade na angažirani kapital poduzeća, otkup vlastitih dionica na sekundarnom tržištu u visini predviđenog iznos za isplatu dividendi i držanje dionica u trezoru, te kao treća odluka o isplati dividende dioničarima korištenjem otkupljenih dionica. Primjenom metoda tržišne kapitalizacije i CAPM modela obavljeno je vrednovanja tržišne cijene dionica s gledišta vlasnika i s gledišta poduzeća. S gledišta vlasnika koji preferira brzu potrošnju najveća tržišna vrijednost postiže se strateškom odlukom o neprekidnoj isplati dividende u novcu. Poduzeće najveću tržišna vrijednost ostvaruje otkupom vlastitih dionica i njihovim držanjem u trezoru. Rast tržišne cijene dionica viši je u trenutku otkupa vlastitih dionica. Nakon završetka procesa otkupa vlastitih dionica tržišna se kapitalizacija smanjuje. Držanjem dionica u trezoru poduzeća otkupljene vlastite dionice imaju karakteristike put opcije s neograničenim vremenom izvršenja koja se može realizirati u svakom trenutku prodajom trezorskih dionica na tržištu. Najniža tržišna vrijednost s gledišta vlasnika i gledišta poduzeća ostvaruje se otkupom vlastitih dionica i korištenjem otkupljenih dionica za isplatu dividendi ili za druge isplate ciljanim grupama unutar poduzeća

LITERATURA:

1. Van Horne, J. C.: Financijsko upravljanje i politika (financijski menadžment), Mate, Zagreb, 1993.
2. Bennet, R.: Management, Informator & Potecon, Zagreb, 1994.
3. Hobs, P.: Project management, Marshall Publishing, London 1999.
5. Prohaska, Z.: Analiza vrijednosnih papira, Infoinvest, Zagreb, 1996.
6. Orsag, S.: Financiranje emisijom vrijednosnih papira, Institut za javne financije Zagreb, 1992.
7. Orsag, S.: Vrednovanje poduzeća, Infoinvest, Zagreb, 1997.
8. Orsag, S.: Budžetiranje kapitala, Infoinvest, Zagreb, 2000.
9. Orsag S, Gulin D: Poslovne kombinacije, Hrvatska zajednica, računovodstvenih i financijskih djelatnika, Zagreb 1997
10. Cvjetičanin, M: Kako čitati burzovna izvješća, Infoinvest, Zagreb, 1994
11. Feldman B, Obuljen S: Duštva kapitala, Faber & Zgombic Plus, Zagreb, 1995
12. Erich A, Helfert: Tehnike financijske analize sedmo izdanje, Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb, 1997.
13. Žager K, Žager L: Računovodstveni standardi, financijski izvještaji i revizija, Progres, Zagreb, 1993.
14. Međunarodni računovodstveni standardi, Narodne novine broj 65/1996.
15. E. F. Brigham, Financial Management, Theory and Practice, The Dryden Press, Illionis, 1997.
16. Shilt, H, J; A Rational Approach to Capitalization Rates for Discounting the Future, Incime Stream of Closely Held Companies, The Financial Planner, 1982

17. Bierman, H., Jr., Smith, S.: The Capital Budgeting, Decision, Economics, Analysis and financing of Investment Decision, The Macmillan Company, New York, 1965.

18. Stephen A. Ross, "The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing", Journal of Economic Theory, 13, December 1976

19. Hampton, J.J.: Financial Decision Making, Concept, Problems % Cases, Reston Publishing Company, Reston, Virginia, 1979.

20. Eraković A. i dr. Primjena Zakona o trgovačkim društvima i Zakona o sudskom registru, TEB-Biro za privredno savjetovanje, Zagreb, 1995.

21. Priručnik za polaganje ispita za obavljanje poslova Investicijskog savjetnika, HUF A, Zagreb, 2001.

22. Bodie Z i drugi: Počela ulaganja 4. izdanje, Mate, Zagreb, 2006.

23. Graham B: Inteligentni investitor, Masmedia, Zagreb, 2006,

24. Zakon o trgovačkim društvima (NN 111/93)

25. Investitor, Financijski magazin br 2, listopad 2006.

26. <http://www/rast.hr>

27. <http://www/zse.hr>

28. <http://www.vse.hr>

29. <http://www.nyse.com/marketinfo>

Stanko Dabić, B. S., Stipan Penavin, Ph. D.

REDEMPTION OF OWN SHARES AS A STRATEGIC BUSINESS DECISION OF COMPANY

Summary

This work is dealing with analysis of the redemption of own shares as a strategic business definition of the company. The redemption of own shares under the conditions of completely efficient market and the redemption effects are analyzed through three strategic company decisions: constant payment of dividend to shareholders out of corporate income on the mobilized capital of company, redemption of own shares on the secondary market of anticipated amounts level for dividend payment and the shares kept in the safe; the third is the dividend payment to the shareholders using redeemed shares. Applying methods of market capitalization and CAPM model, the market value evaluation of shares was made public from the viewpoint of owner and company respectively. From the owner's viewpoint that prefers quick consumption, the highest market value is achieved by the decision of continuous payment in money. The company realizes the biggest market value through redemption of the own shares and their keeping in the safe. The growth of shares market price is higher in the moment of announcement of own shares redemption. After the end of the own shares redemption process, the market capitalization is reduced. Keeping the shares in the safe, the redeemed own shares have the characteristics of the option with unlimited time of implementation that can be realized by selling these shares on the market. The lowest market value from the viewpoint of both the owner and the company is realized through the redemption of the own shares and use of redeemed shares for payment of dividends or for other payments to target groups within the company.

Key words: own shares, market price, market capitalization