

Otkup vlastitih dionica

Divizić, Ivo

Undergraduate thesis / Završni rad

2023

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **Libertas International University / Libertas međunarodno sveučilište**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:223:812991>

Rights / Prava: [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2025-02-23**



Repository / Repozitorij:

[Digital repository of the Libertas International University](#)



**LIBERTAS MEĐUNARODNO SVEUČILIŠTE
ZAGREB**

IVO DIVIZIĆ

**ZAVRŠNI RAD
Otkup vlastitih dionica**

Zagreb, listopad 2023.

**LIBERTAS MEĐUNARODNO SVEUČILIŠTE
ZAGREB**

**PREDDIPLOMSKI STRUČNI STUDIJ
POSLOVNA EKONOMIJA**

Otkup vlastitih dionica

**KANDIDAT: IVO DIVIZIĆ
KOLEGIJ: POSLOVANJE VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA
MENTOR: DOC.DR.SC. ANTE SAMODOL**

Zagreb, listopad 2023.

SADRŽAJ

| | | |
|-----------|---|-----------|
| 1 | UVOD | 1 |
| 1.1 | Predmet i cilj istraživanja | 1 |
| 1.2 | Istraživačka pitanja | 2 |
| 1.3 | Metode istraživanja | 2 |
| 2 | DIONIČKO DRUŠTVO | 3 |
| 2.1 | Dionice..... | 3 |
| 2.2 | Trgovanje dionicama | 5 |
| 2.3 | Vlastite dionice | 5 |
| 3 | MOTIVI STJECANJA VLASTITIH DIONICA | 6 |
| 3.1 | Podcijenjenost | 7 |
| 3.2 | Poboljšanje financijskih pokazatelja | 8 |
| 3.3 | Sprječavanje neprijateljskog preuzimanja | 9 |
| 3.4 | Nagrađivanje uprave i zaposlenika | 10 |
| 3.5 | Alternativa isplati dividende | 11 |
| 4 | RIZICI OTKUPA VLASTITIH DIONICA | 12 |
| 5 | VRSTE OTKUPA VLASTITIH DIONICA | 14 |
| 5.1 | Otkup dionica na otvorenom tržištu | 15 |
| 5.2 | Ponuda s fiksnom cijenom..... | 15 |
| 5.3 | Nizozemska aukcija | 16 |
| 5.4 | Privatno dogovoreni otkup dionica..... | 16 |
| 6 | PRAVNI OKVIR OTKUPA VLASTITIH DIONICA U REPUBLICI HRVATSKOJ..... | 17 |
| 7 | OTKUP VLASTITIH DIONICA U HRVATSKOJ..... | 19 |
| 7.1 | Hrvatski Telekom d.d. | 21 |
| 7.2 | SPAN d.d. | 23 |
| 7.3 | Odnos cijene dionica i otkupa vlastitih dionica | 24 |
| 8 | ZAKLJUČAK | 30 |
| 9 | LITERATURA..... | 32 |
| 10 | POPIS GRAFIKONA I TABLICA..... | 34 |
| 11 | POPIS TABLICA | 34 |

1 UVOD

Jedna od ključnih strategija kojom se društva služe kako bi ostvarila svoje ciljeve i osigurala stabilno poslovanje jest upravljanje kapitalom i financijskim resursima. Otkup vlastitih dionica, kao jedan od raspoloživih financijskih instrumenata, postaje sve značajniji mehanizam u korporativnom okruženju. Otkup vlastitih dionica dioničkim društvima pruža niz potencijalnih prednosti, uključujući fleksibilnost u upravljanju kapitalom, povećanje tržišne vrijednosti dionica, poboljšanje odnosa s dioničarima, mogućnost upravljanja viškom kapitala, zaštitu od nepoželjnih preuzimanja te povećanje udjela u dobiti za preostale dionice. Međutim, treba napomenuti da otkup vlastitih dionica nosi određene rizike i pravne obveze koje društvo mora pažljivo razmotriti prije nego što se odluči na ovu strategiju. Odluka o otkupu vlastitih dionica trebala bi biti usklađena s ciljevima i situacijom konkretnog dioničkog društva kako bi se maksimizirale koristi i minimalizirali potencijalni nedostaci.

Otkup vlastitih dionica je kompleksan proces koji ima širok spektar implikacija na financijsku strukturu društava. U tekstu koji slijedi analizirati će se različite aspekte ovog procesa, istražujući različite strategije i regulatorne okvire koji ga okružuju. Kroz temeljito pregledavanje relevantne literature, analizu stvarnih poslovnih primjera te proučavanje regulatornih smjernica, ovaj rad ima za cilj osvijetliti kako otkup vlastitih dionica može utjecati na tržišnu cijenu dionica, financijske pokazatelje društva, odnos s investitorima te šire poslovne strategije.

Sve navedeno ima za cilj dublje razumijevanje otkupa vlastitih dionica kao važnog financijskog instrumenta te pružiti uvid u raznolike aspekte i implikacije koje ovaj proces nosi sa sobom u svijetu korporativnih financija.

1.1 Predmet i cilj istraživanja

Predmet istraživanja ovog rada su ključni elementi dioničkih društava, karakteristike dionica, proces trgovanja njima te posebnu pažnju posvetiti pojmu vlastitih dionica i motivima koji stoje iza njihova stjecanja. Također, istražuju se rizici povezani s otkupom vlastitih dionica i

različite vrste transakcija otkupa vlastitih dionica. Na kraju, obrađuju se specifičnosti otkupa vlastitih dionica u kontekstu Republike Hrvatske.

1.2 Istraživačka pitanja

S obzirom na temu, u radu se analiziraju sljedeća istraživačka pitanja:

- 1) Koji su motivi društava za otkup vlastitih dionica?
- 2) Koji su rizici povezani s otkupom vlastitih dionica?
- 3) Koje su vrste provedbe otkupa vlastitih dionica?
- 4) Postoji li statistička veza između otkupa vlastitih dionica i cijena dioničkih društava na Zagrebačkoj burzi?

1.3 Metode istraživanja

Pri izradi ovog rada korišteni su izvori koji su se odnosili na literaturu povezanu s temom rada prikupljenu iz knjiga, stručnih radova, internetskih izvora, Zakona i priručnika.

Uz literaturu korišteni su i javno dostupni podaci objavljeni na stranicama Zagrebačke burze, stranicama dioničkih društava u Hrvatskoj i podaci sa platforme za pružanje podataka financijskih tržišta Refinitiv LSEG.

Pri istraživanju u ovom radu koristile su se sljedeće metode:

- metode analize,
- metoda promatranja,
- metoda komparacije,
- metoda dokazivanja ili opovrgavanja,

2 DIONIČKO DRUŠTVO

Dioničko društvo je trgovačko društvo u kojemu članovi (dioničari) sudjeluju s ulozima u temeljnome kapitalu podijeljenom na dionice. (čl. 159. st. 1. ZTD-a). Najniži iznos temeljnog kapitala dioničkog društva u Republici Hrvatskoj iznosi 25.000,00 eura, te nominalni iznos pojedine dionice ne može biti manji od 1,00 eura. Članovi dioničkog društva su dioničari. Dioničko društvo, prema zakonodavstvu i propisima Republike Hrvatske, može funkcionirati čak i sa samo jednim dioničarom.

Zakon o trgovačkim društvima detaljno regulira položaj članova unutar društva. Dioničko društvo predstavlja pravnu osobu. Status pravne osobe dioničko društvo stječe upisom sudski registar, dok status pravne osobe gubi brisanjem iz sudskog registra. Pravna sposobnost dioničkog društva zasniva se na sposobnosti dioničkog društva da ima poslovnu sposobnost koju putem svojih organa izražava prema trećim osobama.

Obilježja dioničkog društva su:

- Vlasnička struktura podijeljena vlasnike ovisno o proporcionalnom broju i vrsti dionica koje posjeduju.
- Ograničena odgovornost, ograničena do iznosa ulaganja u dionice koje posjeduju, bez ugrožavanja osobne privatne imovine vlasnika.
- Pravna osobnost, odnosno vlastiti identitet, mogućnost sklapanja ugovora, tuženja i biti tuženim.
- Prenosivost dionica putem prodaje ili darovanja.

2.1 Dionice

Dionica je vrijednosni papir kojeg izdaje dioničko društvo i koji glasi na određeni dio temeljnog kapitala (Feldman, Obuljen, 1995).

Za izdavanje dionice dioničar mora dati protuvrijednost kako bi se stvorio ili povećao temeljni kapital. Za uzvrat dioničar stječe dionicu i prema utvrđenom zakonu prava i obveze. U Hrvatskoj je izdavanje dionica bez nominalnog iznosa nemoguće jer u tom slučaju dioničko društvo uopće ne bi imalo kapital ili bi ga imalo ali ne bi bio podijeljen na dionice. Mogu se izdati nepravne dionice bez nominalnog iznosa koje su izražene brojem. U tom slučaju dioničar uspoređuje broj dionica koje drži s ukupnim brojem izdanih dionica i može izračunati koliki mu dio temeljnog kapitala pripada i kakva ima prava u društvu. (Petrović, 2013.)

Vlasnik dionice je suvlasnik poduzeća. S obzirom na vrstu, razlikuju se u osnovi obične i preferencijalne dionice. Dok su prava običnih dionica utemeljena zakonom određene zemlje i internim propisima dioničkih društava, dotle su kod preferencijalnih dionica poznate one koje daju prednost: kod isplate dividende (npr. u obliku uvećane ili prioritetne isplate dividende) i u slučaju likvidacije (npr. namirivanje svojih prava prije vlasnika običnih dionica) (Prohaska, 1996.).

Dionica je vlasnički vrijednosni papir koji predstavlja pravo vlasništva u određenom dioničkom društvu. Dionice se izdaju u određenom broju i nominalnoj vrijednosti. Dionice se mogu kupovati i prodavati na burzi vrijednosnih papira. Prema pravima koja daju, razlikuju se dva roda dionica: redovne i povlaštene dionice.

- Redovne dionice daju imateljima pravo glasa na glavnoj skupštini dioničkog društva. Imatelj redovnih dionica ima pravo na jedan glas za svaku posjedovanu dionicu. Pravo glasa omogućuje imateljima redovnih dionica da sudjeluju u donošenju odluka o važnim pitanjima u društvu, kao što su izbor članova uprave, odluke o strateškim pitanjima i odluke o podjeli dobiti.
- Povlaštene dionice daju imateljima određena povlastica u odnosu na redovne dionice, kao što su pravo na prioritet u isplati dividendi ili pravo na prioritet u isplati vrijednosti ostatka imovine nakon likvidacije društva. Povlaštene dionice obično nemaju pravo glasa.

2.2 Trgovanje dionicama

Tržišta dionica dijele se na primarna i sekundarna tržišta. Primarna tržišta su tržišta na kojima se izdaju nove dionice. Na primarnom tržištu, tvrtka koja izdaje dionice prodaje ih investitorima. Tvrtka na primarnom tržištu može izdati dionice putem javne ponude ili privatne ponude. Javna ponuda je kada tvrtka prodaje dionice širokom krugu investitora. Privatna ponuda je kada tvrtka prodaje dionice ograničenom krugu investitora, kao što su institucionalni investitori ili bogati pojedinci. Sekundarna tržišta su tržišta na kojima se već izdane dionice kupuju i prodaju. Na sekundarnom tržištu, investitori mogu kupiti ili prodati dionice koje su već u vlasništvu drugih investitora. Postoji nekoliko različitih načina trgovanja dionicama. Najčešći način trgovanja dionicama je putem brokera. Broker je posrednik koji posreduje u trgovini dionicama između kupaca i prodavača. Da bi prodao dionicu, prodavač postavlja narudžbu kod posrednika. Narudžba navodi broj dionica koje se trebaju prodati i cijenu po kojoj prodavač želi prodati. Ako na burzi postoji kupac koji je spreman platiti cijenu navedenu u narudžbi prodavača, tada se trgovina izvršava. Kupac plaća prodavatelju dogovorenu cijenu. Cijena dionice određuje se snagom ponude i potražnje. Razmak između cijene kupnje i cijene prodaje je naknada koju posrednici primaju za svoje usluge. (Mishkin i Eakins, 2019)

2.3 Vlastite dionice

Vlastite dionice nisu posebna vrsta dionica ili drugi rod dionice, već govorimo o dionicama koje drži društvo kao član u samome sebi. (Barbić, 2020)

Društvo može stjecati vlastite dionice na temelju ovlasti glavne skupštine za njihovo stjecanje koja vrijedi najviše 5 godina i određuje uvjete pod kojima se one mogu stjecati, naročito najveći broj dionica koje ono treba steći, vrijeme za koje je dana ovlast za stjecanje dionica i, ako se dionice stječu naplatnim putem, najveću i najmanju vrijednost onoga što društvo za to daje. Društvo ne smije stjecati vlastite dionice da bi njima trgovalo. (čl. 233. st. 1. ZTD-a)

S ciljem zaštite važnih načela dioničkog prava, posebno se uređuju načelo unosa odnosno načelo očuvanja temeljnog kapitala. U skladu s tim, ograničenja se postavljaju na stjecanje vlastitih

dionica od strane društva tijekom faze osnivanja društva te prilikom povećanja temeljnog kapitala, što je poznato kao "originarno stjecanje" dionica. U pravilu, praksa "derivativnog stjecanja" vlastitih dionica, u kojoj društvo stječe dionice putem kupoprodaje od dioničara, s ciljem povrata unesenih sredstava dioničarima, je zabranjena. Međutim, postoji iznimka u kojoj je stjecanje vlastitih dionica dopušteno, i to u okviru propisanih zakonskih scenarija i uz donošenje odgovarajuće odluke glavne skupštine društva.

Dodatno, tijekom perioda u kojem društvo zadržava vlastite dionice, ono nije u mogućnosti ostvarivati prava koja proizlaze iz tih dionica, već ta prava miruju. (čl. 235. ZTD-a)

Na temelju vlastitih dionica koje posjeduje, odnosno tijekom razdoblja kada društvo zadržava vlastite dionice, društvo nije u mogućnosti istovremeno djelovati kao vjerovnik i dužnik. Ovdje je ključno razlikovati trenutak kad se stječu vlastite dionice. Ako je društvo već steklo vlastite dionice, tada se temeljem tih dionica ne mogu uspostavljati novi zahtjevi niti se mogu preuzeti dodatne obveze, budući da takve dionice "miruju". No, drugačija situacija nastupa ako su tražbine ili obveze postojale u vezi s dionicama prije nego što su postale vlastite dionice, kada ne bi bilo mirovanja prava, u slučaju kada društvo stekne vlastite dionice te kasnije proda te dionice, takve tražbine ili obveze više ne bi opstale. Zato je koncept mirovanja prava ključan jer omogućava da tražbine ili obveze povezane s dionicama ponovno postanu valjane nakon što društvo proda vlastite dionice nekom dioničaru.

3 MOTIVI STJECANJA VLASTITIH DIONICA

Otkup vlastitih dionica (stock repurchases) 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. (Orsag, 2006)

Otkup dionica uobičajena je korporativna financijska strategija u kojoj tvrtka otkupljuje vlastite dionice od dioničara. Motivi za otkup dionica mogu varirati, ali neki od najčešćih uključuju signaliziranje investitorima da tvrtka vjeruje da su njezine dionice podcijenjene, poboljšanje financijskih pokazatelja kao što je pokazatelj dobiti po dionici (Earnings per Share), smanjenje

rizika tvrtke, izbjegavanje plaćanja poreza na višak gotovine, alternativa isplati dividende, upravljanje zaradama tvrtke, signaliziranje povjerenja uprave i izbjegavanje preuzimanja. (Alvin, Obizhaeva, 2022)

Specifični motivi za određeni otkup dionica vjerojatno će ovisiti o pojedinačnim okolnostima tvrtke. Važno je napomenuti da otkup dionica može imati pozitivne i negativne posljedice za dioničare. Tvrtke bi trebale pažljivo razmotriti potencijalne koristi i rizike otkupa dionica prije donošenja odluke.

Menadžeri se mogu odlučiti za otkup vlastitih dionica i zbog povećanje vlastite naknade, na primjer naknada mnogih menadžera vezana je za cijenu dionice, tako da mogu otkupiti dionice kako bi povećali cijenu dionice i vlastitu naknadu, što možda i ne ide u korist svim dioničarima kompanije. Kao što Michael Jensen (1993), poznati ekonomist i profesor financija, smatra da otkup vlastitih dionica često je motivirana osobnim interesom menadžera, a ne željom da se maksimizira vrijednost za dioničare.

3.1 Podcijenjenost

Jedan od najčešćih razloga za otkup dionica je podcijenjenost. Menadžeri mogu vjerovati da je tržište podcijenilo dionice njihove tvrtke, te da otkupom dionica mogu povećati vrijednost preostalih dionica za dioničare. To je poznato kao signalizacija hipoteza otkupa dionica.

Signalizirajuća hipoteza je podržana činjenicom da su poduzeća sklona ponovnoj kupnji dionica kada su im cijene dionica pale. To sugerira da menadžeri otkupljuju dionice jer vjeruju da je tržište pretjerano reagiralo na negativne vijesti o tvrtki. Međutim, signalna hipoteza nije bez svojih kritičara. Neki istraživači tvrde da menadžeri mogu otkupiti dionice iz drugih razloga, kao što je smanjenje vlasničkog udjela u poduzeću ili povećanje dioničkih opcija. (Peyer, Vermaelen, 2009)

U svom pismu dioničarima Berkshire Hathaway Warren Buffett (2011) rekao je da favorizira otkup vlastitih dionica kada su ispunjena dva uvjeta:

- Prvo, tvrtka ima dovoljno sredstava da se brine o operativnim i likvidnosnim potrebama svog poslovanja;
- drugo, njegove se dionice prodaju uz značajan diskont u odnosu na intrinzičnu konzervativno izračunatu poslovnu vrijednost tvrtke.

3.2 Poboljšanje financijskih pokazatelja

Otkup dionica može se koristiti kako bi financijski pokazatelji, kao što je zarada po dionici (EPS), odnos cijene i zarade (P/E) ili novčani tok po dionici (CFPS) izgledali privlačnije.

EPS izračunava dijeljenjem zarade s brojem dionica u opticaju. Kada tvrtka otkupi dionice, ona smanjuje broj dionica u opticaju, što može dovesti do povećanja pokazatelja EPS čak i ako zarada ostane ista.

$$\text{EPS} = \frac{E}{N}$$

E = Neto dobit nakon plaćenih kamata i poreza
N = Broj redovnih dionica poduzeća

P/E financijski pokazatelj računa se kao odnos tržišne cijene dionice i zarade po dionici nakon oporezivanja.

$$\text{P/E} = \frac{P}{\text{EPS}}$$

P = Trenutna tržišna cijena dionice
EPS = Neto dobit po dionici (Earnings per share)

CFPS financijski pokazatelj funkcionira kao mjera financijske snage poduzeća i izračunava se kao zarada poduzeća nakon oporezivanja plus amortizacija po dionici.

$$\boxed{\text{CFPS} = \frac{\text{CF}}{\text{N}}}$$

CF = Operativni novčani tok
N = Broj redovnih dionica poduzeća

Zamislimo tvrtku X koja godišnje ostvaruje dobit od 100.000 eura i ima ukupno 10.000 dionica u opticaju. To znači da je prosječna dobit po dionici 10 eura. Ako pretpostavimo da je trenutna tržišna situacija takva da su investitori spremni platiti cijenu od 5 eura za svaku jedinicu dobiti (odnos cijene i zarade, P/E = 5), to bi značilo da bi dionica tvrtke X bila procijenjena na 50 eura.

U slučaju da tvrtka X odluči provesti otkup vlastitih dionica i otkupi 1,000 vlastitih dionica, njezina ukupna dobit se ne bi promijenila. Nakon što se transakcija provede, ista ukupna dobit od 100,000 eura bi se sada podijelila na samo 9,000 dionica, rezultirajući u dobiti po dionici od 11,11. Ukoliko bi investitori i dalje bili voljni platiti prethodno spomenutu cijenu od 5 eura po jedinici dobiti, nova procijenjena vrijednost dionice tvrtke X bi sada iznosila 55,56 eura.

Ovaj je primjer pojednostavljen i ne uzima u obzir sve čimbenike koji mogu utjecati na vrijednost tvrtke. Na primjer, ne uzima u obzir povrat ulaganja ili evaluaciju ulaganja u tvrtku. Osim toga, pretpostavlja da investitori vrednuju tvrtku isključivo na temelju fiksnog P/E omjera. Unatoč ovim pojednostavljenjima, ovaj primjer nam pomaže shvatiti osnovnu ideju modela.

3.3 Sprječavanje neprijateljskog preuzimanja

U slučaju neprijateljskog preuzimanja, strategija poduzeća koja se koristi otkupom vlastitih dionica ima dublje implikacije na promjene vlasničke strukture. Ovaj pristup dodatno zakomplicira nastojanja potencijalnih preuzimatelja da ostvare kontrolu nad ciljanim poduzećem. Naime, provedba takvog programa otkupa povećava tržišnu cijenu dionica, što za preuzimatelje implicira

potrebu za dodatnim financijskim sredstvima kako bi osigurali prevlast u vlasničkoj strukturi kapitala.

Takav scenarij proizlazi iz činjenice da podizanje tržišne cijene dionica, ostvareno kroz proces otkupa vlastitih dionica, znatno poskupljuje proces preuzimanja. Potencijalni preuzimatelj sada mora uložiti više sredstava kako bi se domogao potrebne količine dionica za ostvarenje kontrole nad ciljanim poduzećem. Osim financijskog aspekta, ovakav pristup također produljuje vremenski okvir preuzimanja, čime se potencijalnom preuzimatelju oduzima inicijativa i fleksibilnost u procesu preuzimanja.

Također, važno je naglasiti da strategija otkupa vlastitih dionica omogućuje napadnutom poduzeću da mobilizira svoje trezorske dionice u ključnom trenutku. Ovaj potez može biti izveden s ciljem osiguravanja podrške od strane "Bijelog viteza" - entiteta koji je prijateljski nastrojen prema napadnutom poduzeću i spreman je pružiti financijsku potporu ili čak preuzeti određeni udio vlasništva kako bi spriječio neprijateljsko preuzimanje. Ova taktika dodatno komplicira planove preuzimatelja i često zahtijeva prilagodbe njihove strategije.

U zaključku, strategija otkupa vlastitih dionica pruža napadnutom poduzeću mogućnost da osnaži svoju obranu od neprijateljskog preuzimanja, ne samo podizanjem cijene dionica i zahtijevanjem više resursa od preuzimatelja, već i aktiviranjem ključnih dionica u suradnji s prijateljski nastrojenim entitetima. Ova složena dinamika dodatno oblikuje proces preuzimanja i stvara izazove za sve sudionike u ovom ekonomskom scenariju. (Orsag, Gulin, 1996)

3.4 Nagrađivanje uprave i zaposlenika

Otkup vlastitih dionica može se koristiti za nagrađivanje zaposlenika na više načina. Na primjer, tvrtke mogu koristiti otkup dionica za:

- Dodjeljivanje ograničenih dionica zaposlenicima. Ograničene dionice su dionice koje se dodjeljuju zaposlenicima, ali se ne mogu prodati dok se ne ispune određeni uvjeti, kao što

je razdoblje stjecanja prava. Ovo može biti način nagrađivanja zaposlenika za njihov dugogodišnji rad.

- Izdavanje dioničkih opcija za zaposlenike. Dioničke opcije zaposlenika daju zaposlenicima pravo kupnje dionica tvrtke po određenoj cijeni u budućnosti. To može biti način nagrađivanja zaposlenika za njihov učinak i usklađivanja njihovih interesa s interesima dioničara.
- Pružanje planova kupnje dionica za zaposlenike. Planovi kupnje dionica zaposlenika omogućuju zaposlenicima kupnju dionica tvrtke uz popust. To može biti način da se pomogne zaposlenicima da izgrade bogatstvo i da sudjeluju u rastu tvrtke.

Kao što Jens Aharony i Itzhak Venezia (2001) ističu, "Otkup vlastitih dionica može se koristiti za nagrađivanje zaposlenika na različite načine, a specifična metoda koja će se koristiti ovisit će o okolnostima u tvrtki i preferencijama njezinih zaposlenika."

3.5 Alternativa isplati dividende

Hipoteza supstitucije tvrdi da poduzeća rade kompromis između isplate dividendi ili otkupa dionica. Prema modelu Millera i Modiglianija (1961), dividende i otkup dionica savršeni su supstituti ako su tržišta kapitala savršena i potpuna.

Oba mehanizma su mehanizmi za vraćanje viška gotovine dioničarima, s temeljnom premisom da se vrijednost dioničara povećava kroz takve raspodjele, međutim, postoje neke ključne razlike:

- Dividende su novčane isplate koje se isplaćuju dioničarima na redovnoj osnovi, na primjer kvartalno ili godišnje. Otkup dionica, s druge strane, je otkup vlastitih dionica poduzeća od strane poduzeća bez redovne osnove.
- Porezne implikacije za dioničare. Dioničari u visokim poreznim razredima možda preferiraju dividende jer su oporezovane po nižim stopama od kapitalnih dobitaka. Dioničari u nižim poreznim razredima možda preferiraju otkup dionica, budući da mogu odgoditi plaćanje poreza na kapitalnu dobit dok ne prodaju dionice.

Vjerojatnije je da će tvrtke s poviješću isplate dividendi nastaviti to i dalje činiti, čak i ako također otkupljuju vlastite dionice, dok je vjerojatnije je da će tvrtke koje nikada nisu isplatile dividendu koristiti otkup dionica kao način povrata novca dioničarima.

4 RIZICI OTKUPA VLASTITIH DIONICA

Iako je otkup dionica postao omiljeni pristup u korporativnim financijama, neophodno je prepoznati potencijalne rizike koje nosi sa sobom. Ovi rizici mogu značajno utjecati na financijsko zdravlje tvrtke, izgleda za rast i usklađenost s interesima dioničara.

Neki od rizika otkupa vlastitih dionica su:

- Ugrožavanje financijske fleksibilnosti i mogućnosti ulaganja
- Nepogodno tržišno vrijeme i uništavanje vrijednosti
- Moguće manipulacije zaradom i kompenzacijom
- Utjecaj na razine duga i kreditne ocjene

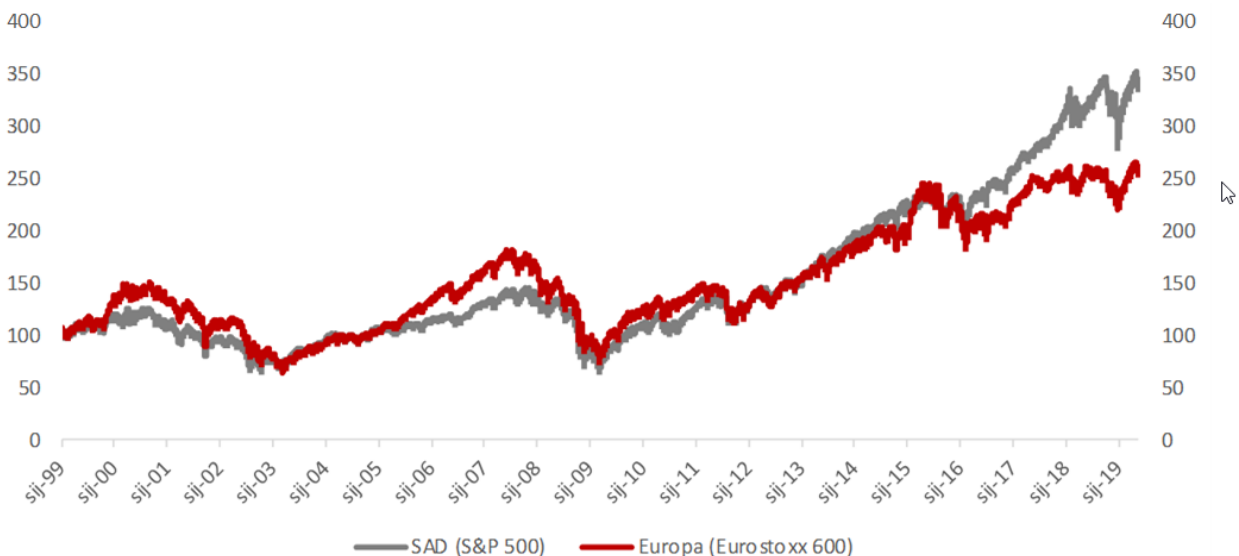
Otkup vlastitih dionica nudi strateške prednosti, ali se ne smiju zanemariti potencijalni rizici. Rizici ometanja financijske fleksibilnosti, postajanja žrtvom pogrešaka u tržišnom tajmingu, manipuliranja zaradama i utjecaja na kompenzacije rukovoditelja naglašavaju potrebu za razboritim donošenjem odluka u provedbi programa otkupa dionica. Uzimajući u obzir lekcije iz nedavnih istraživanja, vodstva kompanija se mogu bolje snalaziti u složenosti otkupa dionica istovremeno čuvajući dugoročno zdravlje kompanije.

Promatrajući rast trenda otkupa vlastitih dionica u Sjedinjenim Američkim Državama (SAD), prirodno se nameće pitanje zašto ovakav snažan uzorak nije podjednako prisutan u Europi. Europske kompanije trenutno iskorištavaju svega 5% dostupnih sredstava za otkup vlastitih dionica, naspram raspona od 25% do 30% kod američkih kolega. Iako se primjećuje rast ovog trenda u Europi, većina analitičara se slaže da vjerojatno neće nikada doseći razinu koju su postigle američke kompanije. (Pulitika 2019) takvu perspektivu obično pripisuje nesigurnosti u Europi, gdje kompanije žele veću razinu novca zadržati na računu kao dio opreza zbog slabijeg gospodarstva

i potencijalnog rasta gospodarstva; dok se u Americi u većoj mjeri radnike i menadžment nagrađuje dionicama, te oni u tom slučaju i sami priželjkuju porast cijena dionica, u Europi se sindikati u većoj mjeri zalažu za povećanje investicija, broja zaposlenih i plaća; U Europi, mirovinski fondovi i osiguravajuće kompanije tradicionalno imaju značajan udio na dioničkom tržištu. Budući da takvi ulagatelji preferiraju fiksne prinose (dividende), kompanije su se tome prilagodile. Dividende su isplata dijela dobiti kompanije dioničarima. Obično se isplaćuju kvartalno. Dividende su popularan izbor za investitore jer pružaju stabilan izvor prihoda.

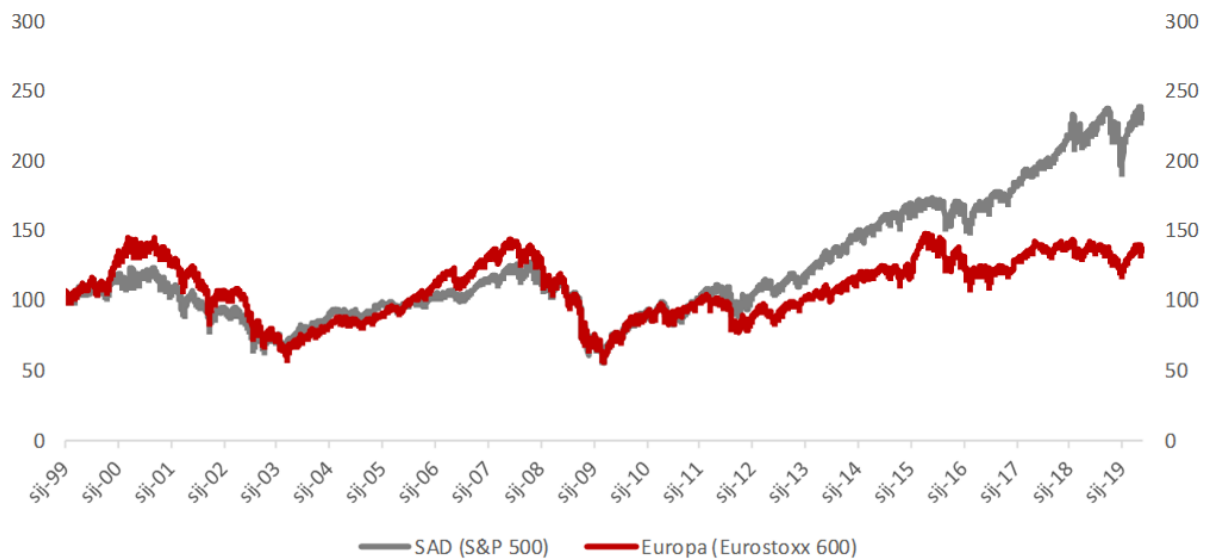
U posljednjih nekoliko godina, profitabilnost europskih kompanija bila je niža od profitabilnosti američkih kompanija. To je djelomično zbog toga što su europske kompanije više izložene gospodarskim usporavanjima u Europi. Osim toga, europske kompanije su često podvrgnute strožim propisima od američkih kompanija, što može povećati troškove poslovanja; U Europi, otkup dionica je dozvoljen tek početkom devedesetih godina. U SAD-u i Britaniji, otkup dionica je dozvoljen od osamdesetih godina. Osim toga, u Europi je obično dozvoljeno otkupiti najviše 10% ukupnog broja dionica, dok je u SAD-u granica 15%. Ova ograničenja mogu otežati europskim kompanijama da otkupe dionice u velikom obimu.

Grafikon 1 Prinos temeljen isključivo na cijenama dionica



izvor: Bloomberg, InterCapital Asset Management

Grafikon 2 Ukupni prinos (cijena + dividenda)



izvor: Bloomberg, InterCapital Asset Management

5 VRSTE OTKUPA VLASTITIH DIONICA

Sljedeći odjeljak opisuje različite kategorije programa otkupa dionica. Programi otkupa dionica mogu se pojaviti u četiri različite vrste ovisno o preferencijama tvrtki. Različite vrste su ponovna kupnja dionica na otvorenom tržištu (open-market share repurchases), nizozemska aukcija (Dutch auction), ponuda s fiksnom cijenom (fixed price tender) i ponovna kupnja po privatnom dogovoru (privately negotiated repurchases). Svaka vrsta programa ima svoje specifične karakteristike s posebnim prednostima i nedostacima o kojima će biti riječi u sljedećim odlomcima.

5.1 Otkup dionica na otvorenom tržištu

Kao što navode Busch i Obernberger (2016.), otkup dionica na otvorenom tržištu predstavlja dominantnu i prevladavajuću metodu otkupa dionica, obuhvaćajući približno 90% ukupnog volumena otkupa dionica unutar Sjedinjenih Američkih Država. Ovo zapažanje je primjenjivo i u smislu količine objavljenih najava i kumulativne novčane vrijednosti povezane s otkupom dionica. U okviru strategije otkupa dionica na otvorenom tržištu, tvrtka se uključuje u postupni otkup vlastitih dionica s tržišta. Naime, izjava o otkupu dionica na otvorenom tržištu ne obvezuje tvrtku da izvrši otkup svojih dionica, niti nameće ograničenja na stjecanje unaprijed određene količine dionica. Međutim, formalna objava prije stvarnog otkupa obavezna je za dionice koje se otkupljuju. Program otkupa dionica na otvorenom tržištu obuhvaća informacije u vezi s uključenom novčanom vrijednošću i vremenskim okvirom unutar kojeg će se dogoditi ponovna kupnja dionica. Kada se učinkovito provede, takva inicijativa otkupa dionica na otvorenom tržištu može poslužiti kao troškovno učinkovita metoda za stjecanje dionica.

5.2 Ponuda s fiksnom cijenom

Sljedeća kategorija programa otkupa dionica označena je kao ponuda s fiksnom cijenom. Ova kategorija obuhvaća relativno mali dio ukupnog volumena otkupa u usporedbi s programom otkupa udjela na otvorenom tržištu, što je čini temom koja znatno rjeđe privlači pozornost unutar znanstvenog diskursa. Ponuda s fiksnom cijenom je vrsta otkupa u kojem tvrtka svim dioničarima za određeni broj dionica nudi jednaku vrijednost. Ovakav tip ponude vrijedi samo na određeno vremensko razdoblje, te tvrtka može postaviti minimalan prag za broj dionica koje želi dobiti kako bi program otkupa dionica bio uspješan, a u slučaju kada je ciljani broj dionica premašen, upravni odbor može, ali nije obavezan, podići početni broj dionica što čini fleksibilnost poduzeća znatno većom u prilagodbi broja dionica. I ako je broj dionica za vrijeme otkupa u ovom slučaju fleksibilan, ponuda s fiksnom cijenom je manje fleksibilna od programa otkupa dionica na otvorenom tržištu, jer tvrtka mora unaprijed predložiti određeni broj dionica.

5.3 Nizozemska aukcija

Na području korporativnih financija i tržišta vrijednosnih papira, poseban mehanizam ponude poznat kao "nizozemska aukcija" stekao je popularnost tijekom 1980-ih. U ovom pristupu otkupu vlastitih dionica, tvrtka izdavatelj pokreće postupak javnom objavom količine dionica koju namjerava otkupiti, a dioničarima se pruža prilika da specificiraju cijenu po kojoj su spremni prodati svoje vlasničke udjele u tvrtki. Tvrtka objedinjuje te tražene cijene u raspored ponude i izračunava cijenu potrebnu za kupnju navedenog broja dionica. Zatim plaća graničnu cijenu dioničarima koji su ponudili po toj cijeni ili nižoj, dok dioničari koji su ponudili po višim cijenama zadržavaju svoje dionice. U tradicionalnoj ponudi natječaja, otkupnu cijenu određuje tvrtka, ali broj otkupljenih dionica ovisi o tome kako dioničari odgovore na ponudu. Na nizozemskoj aukciji otkupna cijena varira ovisno o tome kako dioničari reagiraju na ponudu. (Pearsons, 1994)

Pearsons tvrdi da su nizozemske aukcije učinkovitije u signaliziranju povjerenja uprave u buduće izglede tvrtke jer omogućuju tvrtki da ponovno kupi dionice po nižoj cijeni. To je zato što tvrtka mora otkupiti samo dionice koje su ponuđene po najnižoj cijeni dok u ponudi s fiksnom cijenom, tvrtka mora otkupiti sve dionice koje su ponuđene, čak i ako su ponuđene po višoj cijeni od one koju je tvrtka spremna platiti. Pearsons također tvrdi da su nizozemske aukcije učinkovitije u odvratanju od preuzimanja jer otežavaju neprijateljski raspoloženom ponuđaču stjecanje kontrolnog udjela u tvrtki. To je zato što bi ponuditelj morao otkupiti sve dionice po tržišnoj cijeni, što bi bila vrlo skupa ponuda. Nizozemske aukcije također su učinkovitiji način odvratanja od preuzimanja, te su transparentnije. Općenito, nizozemske aukcije su učinkovitiji i ekonomičniji način za tvrtke da otkupe svoje dionice. Nude nekoliko prednosti u odnosu na ponude s fiksnom cijenom, uključujući učinkovitost, transparentnost i fleksibilnost.

5.4 Privatno dogovoreni otkup dionica

Privatno dogovoreni otkup dionica vrsta je otkupa dionica u kojem tvrtka otkupljuje vlastite dionice od određenog dioničara ili grupe dioničara. To je u suprotnosti s otkupom na otvorenom tržištu, gdje tvrtka otkupljuje svoje dionice na otvorenom tržištu.

Peyer i Vermaelen smatraju da su privatno dogovoreni otkupi dionica često motivirani željom da se obrani od pokušaja preuzimanja ("greenmail" reotkup) ili da se smanji vlasnički udio velikog dioničara. Također su otkrili da se privatno dogovoreni otkupi dionica mogu koristiti za signaliziranje pozitivnih informacija tržištu, kao što je namjera da se u budućnosti ponovno kupi još više dionica. Na takve otkupe dionica tržište nužno ne gleda kao na negativan signal i oni mogu biti legitiman način na koji tvrtke mogu dioničarima vratiti kapital.

Privatne otkupe obično pokreće ciljno poduzeće, ali ih može pokrenuti i dioničar koji prodaje, cijena plaćena za ponovno otkupljene dionice obično se dogovara između dviju strana, često podliježu regulatornom odobrenju i mogu imati značajan utjecaj na financijska izvješća ciljne tvrtke. (Peyer, Vermaelen, 2015)

6 PRAVNI OKVIR OTKUPA VLASTITIH DIONICA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Stjecanje vlastitih dionica predstavlja osjetljivo pitanje iz više razloga. Prije svega, trgovačko društvo koje stječe vlastite dionice postaje samo svojim članom, što je u suprotnosti s načelom odvojenosti članova i društva. Drugo, neograničeno i bezuvjetno stjecanje vlastitih dionica može dovesti do erozije temeljnog kapitala društva. Stoga sva zakonodavstva u svijetu donose propise koji ograničavaju stjecanje vlastitih dionica, kako bi se zaštitili interesi dioničara, odnosno vlasnika kapitala.

Zakon o trgovačkim društvima (ZTD) regulira stjecanje vlastitih dionica na način da otkup ograničava na rok od pet godina i na maksimalni iznos do deset posto temeljnog kapitala društva, te pri stjecanju vlastitih dionica društvo ne smije trgovati njima. Ova ograničenja su postavljena kako bi se zaštitili interesi dioničara i društva u cjelini. Prema ZTD-u, društvo može stjecati vlastite dionice u određenim slučajevima i pod određenim uvjetima. U glavnom slučaju, društvo može stjecati vlastite dionice na temelju ovlasti glavne skupštine. U drugim slučajevima, društvo može stjecati vlastite dionice i bez ovlasti glavne skupštine, takvi slučajevi uključuju:

1. Ako je to potrebno da bi se od društva otklonila teška šteta koja neposredno predstoji,

2. ako dionice treba ponuditi da ih steknu zaposleni u društvu ili u nekome od društava koje je s njime povezano s time da ih u roku od godinu dana od dana stjecanja mora prenijeti tim osobama,
3. ako se dionice stječu zato da bi se po odredbama ovoga Zakona obeštetilo dioničare društva ili manjinske dioničare o njemu ovisnih društava,
4. ako je stjecanje nenaplatno ili ako stjecanjem kreditna, odnosno financijska institucija kupuje dionice komisiono,
5. ako ih stječe od dioničara zbog toga što nije u potpunosti uplatio iznos za koji su izdane,
6. na temelju univerzalnoga pravnog sljedništva,
7. na temelju odluke glavne skupštine o povlačenju dionica po propisima o smanjenju temeljnog kapitala društva,
8. nadmetanjem provedenim od strane suda da bi društvo namirilo neku svoju tražbinu prema dioničaru.

U svim slučajevima, stjecanje vlastitih dionica mora se provesti na način koji ne ugrožava temeljni kapital društva.

U skladu s odredbama Zakona o trgovačkim društvima, uprava društva je dužna izvijestiti prvu sljedeću glavnu skupštinu društva o razlozima i svrsi stjecanja dionica, broju otkupljenih dionica i udjelu otkupljenih dionica u temeljnom kapitalu, te protuvrijednosti koju je društvo dalo za stečene dionice. Ova obveza proizlazi iz činjenice da je stjecanje vlastitih dionica značajna transakcija koja može imati značajan utjecaj na društvo, odnosno na interese njegovih dioničara.

Pravni okvir za dioničko društvo propisuje sankcije u slučaju da se vlastite dionice steknu na način koji nije u skladu s propisanim uvjetima za njihovo stjecanje. S obzirom na različite načine stjecanja vlastitih dionica, neovlašteno stjecanje ne rezultira poništenjem tog stjecanja, već izaziva obvezu prodaje tih dionica u određenom vremenskom roku. Također, takvo kršenje može povući pravnu odgovornost za prekršaj i potencijalnu odgovornost članova uprave ili izvršnih direktora zbog štete koju su nanijeli društvu. (Barbić, 2020)

Kada se dionice stječu bez prethodnog odobrenja glavne skupštine, u slučajevima kada nisu ispunjeni formalni zahtjevi za stjecanje koji su jasno definirani u zakonu, te kada se dionice ne stječu

u skladu s financijskim sredstvima propisanim zakonom, društvo je obavezno provesti njihovu prodaju unutar godine dana od datuma stjecanja svake pojedinačne dionice. Ukoliko članovi uprave ili upravnog odbora ne djeluju u skladu s navedenim, suočavaju se s odgovornošću za prekršaj, što može rezultirati financijskim sankcijama. Pravna osoba može biti kažnjena novčanim iznosom od 50.000,00 kn, dok pojedina odgovorna osoba može biti kažnjena novčanim iznosom od 7.000,00 kn. (Skerlev, Buzatović, 2017)

7 OTKUP VLASTITIH DIONICA U HRVATSKOJ

U otkupu vlastitih dionica na Zagrebačkoj burzi prednjače kompanije čije su dionice najlikvidnije. U Hrvatskoj se u praksi na otkup vlastitih dionica kompanije odlučuju iz različitih razloga i ciljeva, najčešći razlozi su nagrađivanje menadžmenta i zaposlenika, provedbe ESOP programa i s ciljem uspostavljanja bolje kapitalne strukture društva.

Sva poduzeća prisutna u hrvatskom indeksu Crobex10 posjeduju vlastite dionice. Adris grupa je vlasnik najznačajnijeg udjela, s udjelom od 7,4 posto dionica, dok turistička kompanija Valamar posjeduje 3,4 posto. Podravka, istaknuta prehrambena korporacija, ima udio od 1,3 posto, dok turistička kompanija Arena Hospitality Group i broderska tvrtka Atlantska plovidba, zajedno s IT organizacijom Span te holdingom Končar elektroindustrija, sve posjeduju po jedan posto. Tehnološka kompanija Ericsson Nikola Tesla ima 0,5 posto, prehrambeni koncern Atlantic grupa posjeduje 0,4 posto, dok je Hrvatski telekom prisutan sa 0,1 posto dionica. (Delač, 2023).

U sljedećem primjeru nalazi se tablica koja je izrađena na način da su podaci o vrijednosti vlastitih dionica, broju vlastitih dionica i broju redovnih dionica u opticaju sa Zagrebačke burze (ZSE) preuzeti s Refinitiv LSEG platforme, te su uvršteni u tablicu radi pregleda dvadeset društava sa najvećom vrijednosti vlastitih dionica na dan 31.12.2022.

Tablica 1 Popis društava izlistanih na ZSE sa najvećom vrijednosti vlastitih dionica na 31.12.2022.

| Redni broj | Ticker | Društvo | Vrijednost vlastitih dionica 000 EUR | Broj redovnih dionica | Broj vlastitih dionica u trezoru | % udio vlastitih dionica |
|------------|--------|---------------------------------|---|-----------------------|----------------------------------|--------------------------|
| 1 | PODR | Podravka dd | 5.634 | 7.026.525 | 93.478 | 1,33% |
| 2 | ADRS | Adris Grupa dd | 5.459 | 9.615.900 | 708.268 | 7,37% |
| 3 | RIVP | Valamar Riviera dd | 2.192 | 121.887.907 | 4.139.635 | 3,40% |
| 4 | ADPL | AD Plastik dd | 921 | 4.158.956 | 40.628 | 0,98% |
| 5 | KRAS | Kras dd | 704 | 1.498.621 | 78.949 | 5,27% |
| 6 | AUHR | Auto Hrvatska Zagreb dd | 492 | 563.822 | 36.178 | 6,42% |
| 7 | ARNT | Arena Hospitality Group dd | 402 | 5.059.223 | 69.498 | 1,37% |
| 8 | SLRS | Solaris dd | 378 | 532.069 | 85.650 | 16,10% |
| 9 | ATGR | Atlantic Grupa dd | 320 | 13.289.068 | 48.132 | 0,36% |
| 10 | ERNT | Ericsson Nikola Tesla dd | 301 | 1.324.699 | 6.951 | 0,52% |
| 11 | MDKA | Medika dd | 276 | 28.954 | 1.240 | 4,28% |
| 12 | KODT | Koncar dd | 272 | 2.546.140 | 25.979 | 1,02% |
| 13 | ULPL | Alpha Adriatic dd | 195 | 547.233 | 32.767 | 5,99% |
| 14 | DLKV | Dalekovod dd | 149 | 41.246.205 | 988 | 0,00% |
| 15 | VLEN | Brodogradiliste Viktor Lenac dd | 142 | 15.988.060 | 825.187 | 5,16% |
| 16 | ATPL | Atlantska Plovidba dd | 128 | 1.381.048 | 14.472 | 1,05% |
| 17 | LRHC | FTB Turizam dd | 117 | 299.316 | 3.325 | 1,11% |
| 18 | SNBA | Slatinska Banka dd | 116 | 847.598 | 71.374 | 8,42% |
| 19 | HT | Hrvatski Telekom dd | 107 | 78.755.890 | 19.952 | 0,03% |
| 20 | VIRO | Viro Tvornica Secera dd | 92 | 1.344.160 | 42.507 | 3,16% |

izvor: Obrada autora prema podacima s Refinitiv LSEG

Na hrvatskom tržištu prisutan je značajan broj poduzeća koja se nalaze pod državnim vlasništvom, bilo u većinskom ili manjinskom obliku. Stoga se otkup vlastitih dionica može analizirati kao potencijalni mehanizam za povećanje državnog udjela u tim organizacijama. Ovaj fenomen može biti povezan s određenim nepoželjnim implikacijama. Vlasništvo države nad izdvojenim kompanijama ima potencijal za izazivanje tržišne disfunkcionalnosti i narušavanje učinkovite alokacije resursa. U tom kontekstu, praksa povećanja državnog vlasništva putem otkupa vlastitih dionica može biti percipirana kao kontraproduktivna i tržišno nepotrebna.

Alternativna strategija koja bi odgovarala načelima tržišne ekonomije je smanjenje, a ne povećanje, udjela države u navedenim organizacijama. Privatizacija se nameće kao konstruktivno rješenje za ovaj izazov. Proces privatizacije ne samo da bi mogao povećati efikasnost upravljanja i poboljšati performanse poduzeća, već bi također potencijalno promovirao tržišnu konkurenciju,

inovacije i transparentnost, čime bi se potaknuo širi ekonomski razvoj. Iz perspektive teorijske analize, smanjenje vlasništva države putem privatizacije postavlja temelje za tržišno orijentirano poslovanje koje bi moglo pozitivno utjecati na gospodarski ekosustav. Stoga bi promicanje privatizacije umjesto izbjegavanja otkupa vlastitih dionica moglo biti od suštinskog značaja za usklađivanje poslovnih praksi s principima tržišne ekonomije.

(Delač, 2023) smatra da je ključna promjena koja bi trebala biti provedena reforma poreznog sustava kako bi se kompanije potaknule na otkup dionica kao načina nagrađivanja ili zadržavanja ključnih kadrova. U tom kontekstu, naglašava se važnost snižavanja poreza na dobit i kapitalne dobitke kako bi se stvorila povoljnija okolina za takve aktivnosti.

Konkretno, autor ističe da je nedavno izmijenjen Hrvatski porezni zakon, kojim je smanjena porezna stopa s 24 posto na 20 posto uz prerez za dodjelu ili opcijsku kupnju vlastitih dionica. Dalje, koristi pojednostavljeni primjer isplate bruto bonusa od 12.000 eura osobi s mjesečnom plaćom od 4.000 eura bruto i pravom na bonus u iznosu od tri mjesečne plaće. U tom scenariju, Delač ilustrira kako poslodavac ostvaruje uštedu od 15 posto kroz isplatu bonusa u dionicama, dok zaposlenik dobiva 23 posto veći bonus u usporedbi s klasičnom novčanom isplatom. U konačnici, naglašava da je reforma poreznog sustava ključna za promicanje prakse nagrađivanja i zadržavanja ključnih kadrova putem dionica te da bi takve promjene mogle imati pozitivne učinke i na lokalne burze i na gospodarski rast općenito.

7.1 Hrvatski Telekom d.d.

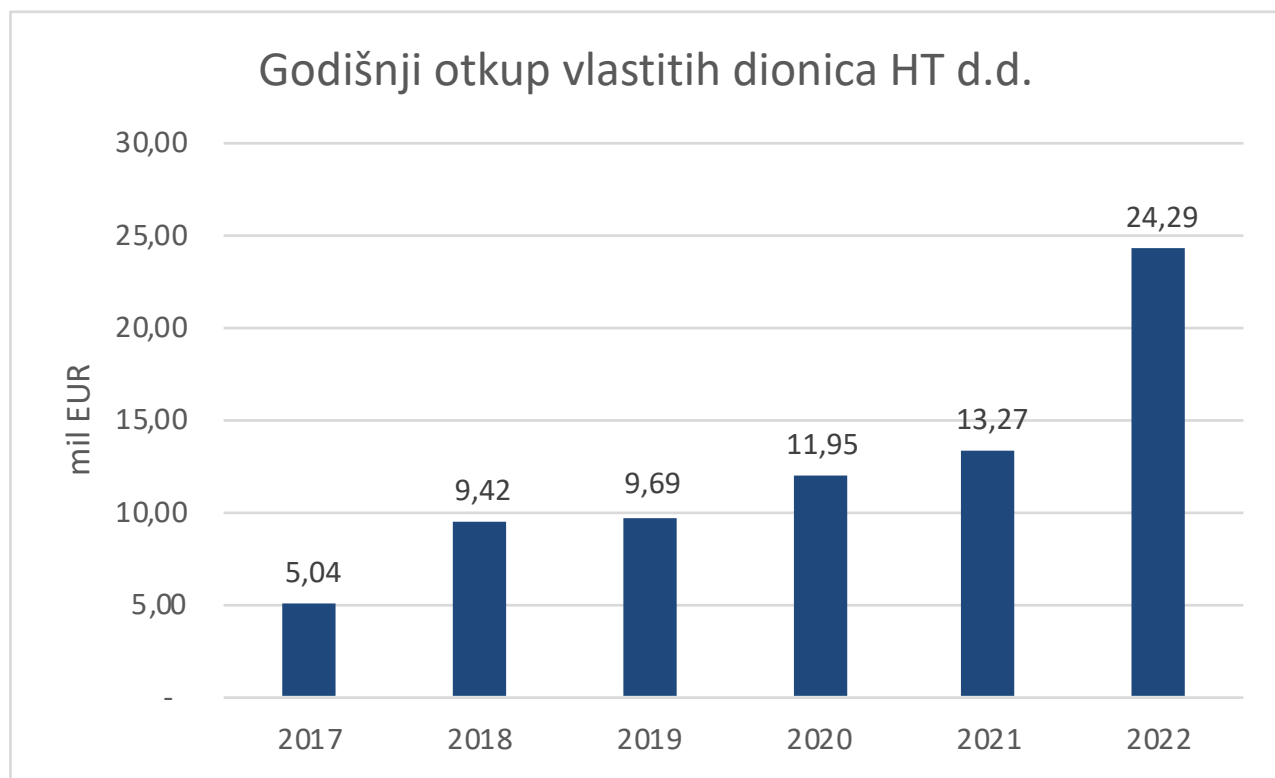
Hrvatski telekom je u 2022. proveo najveći otkup vlastitih dionica u povijesti kompanije u iznosu od 979.444 tisuće dionica ukupne vrijednosti 180,43 milijuna kuna, koje su činile 1,24 posto temeljnog kapitala društva, što je iznos veći za 81 posto u odnosu na 2021. godinu. U financijskom izvještaju za 2022. godinu pod informacijama za investitore HT navodi kako se program otkupa odvijao uz redovnu politiku isplate dividendi, a čime je Društvo pokazalo svoju namjeru prijenosa vrijednosti svojim dioničarima. Otkup dionica je izvršen u skladu s Programom otkupa dionica donesenim 23. travnja 2021. godine kojom je upravi dano ovlaštenje da za račun

Društva stječe dionice Društva (vlastite dionice) i raspolaže njima u skladu sa odredbama Zakona o trgovačkim društvima i drugim primjenjivim propisima.

Program otkupa vlastitih dionica je započeo 29. travnja 2021. godine, te će trajati do 22. travnja 2026. godine. Ovim programom cilj Društva je, bez smanjenja temeljnog kapitala, otkupiti najveći broj dionica od 3.000.000, dok je najviši novčani iznos dodijeljen programu u iznosu od 600.000.000,00 kuna, što je približno 80 milijuna eura.

Na sljedećem grafikonu prikazan je otkup vlastitih dionica Hrvatskog telekoma na godišnjoj razini u razdoblju od 2017. do 2022. godine. Možemo primijetiti kako je Hrvatski telekom d.d. u posljednjih pet godina u svakoj godini otkupljivao vlastite dionice, ali primjećujemo i da se iz godine u godinu iznos odvojen za otkup vlastitih dionica povećavao.

Grafikon 3 Otkup vlastitih dionica HT d.d.

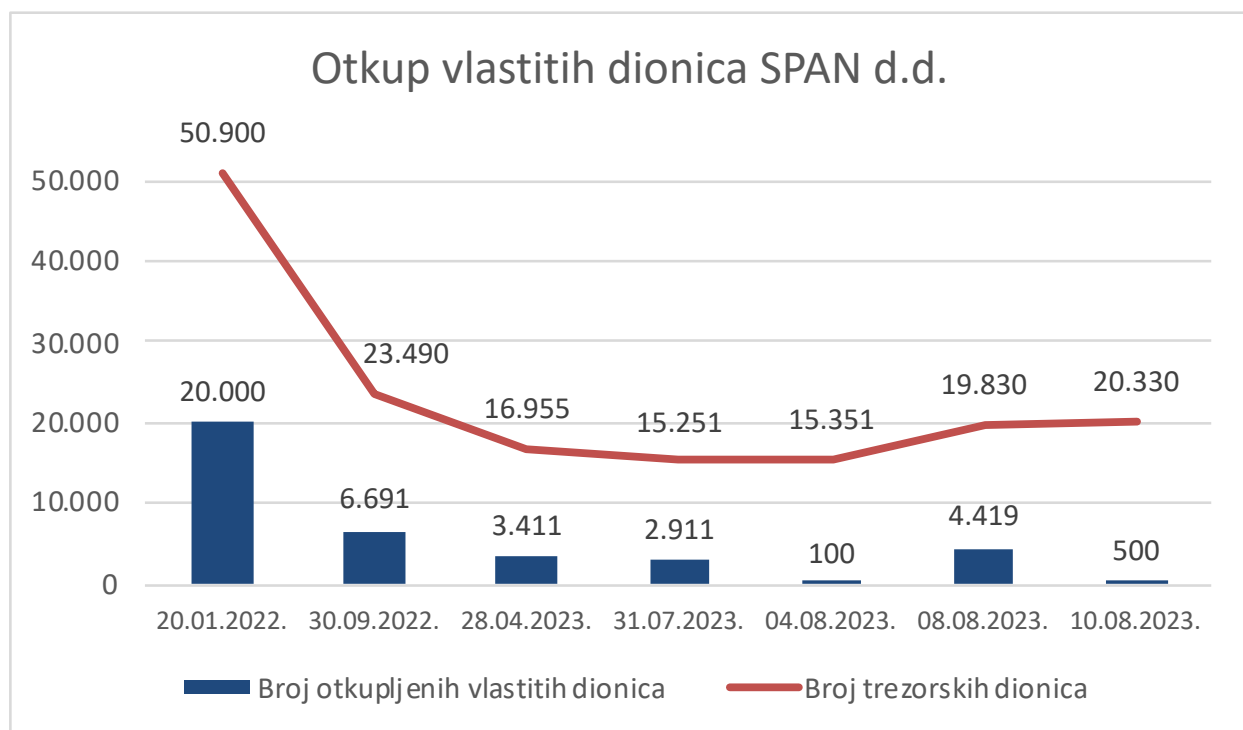


izvor: Obrada autora prema Refinitiv LSEG

7.2 SPAN d.d.

Kompanija Span je jedna u nizu kompanija izlistanih na Zagrebačkoj burzi koja u sve većoj mjeri otkupljuje vlastite dionice. Od početka 2023. do sredine kolovoza 2023. kompanija Span je u pet navrata kupila 11.341 vlastitu dionicu, od čega u travnju 3.411, u srpnju 2.911, u kolovozu prvi put 100, drugi put 4.419, te treći 500, nakon čega je broj vlastitih dionica u trezoru kompanije iznosio 20.330 dionica što predstavlja 1,04 posto temeljnog kapitala društva. U sljedećem primjeru nalazi se graf kojim je vizualiziran usporedni prikaz otkupa vlastitih dionica i količine dionica u trezoru društva. Možemo primijetiti da se unatoč broju otkupa vlastitih dionica na tržištu, broj dionica između kupovina smanjivao iz razloga što je društvo stečene dionice u međuvremenu otpuštalo temeljem programa otkupa vlastitih dionica u svrhu ponude dionica radnicima društva Span d.d. i povezanih društava u svrhu nagrađivanja, usvojenog na sjednici Uprave društva Span d.d., 14. siječnja 2022. godine, što je i bio razlog učestalog otkupa kroz 2022. i 2023. godinu.

Grafikon 4 Otkup vlastitih dionica SPAN d.d.



izvor: Obrada autora prema Refinitiv LSEG

7.3 Odnos cijene dionica i otkupa vlastitih dionica

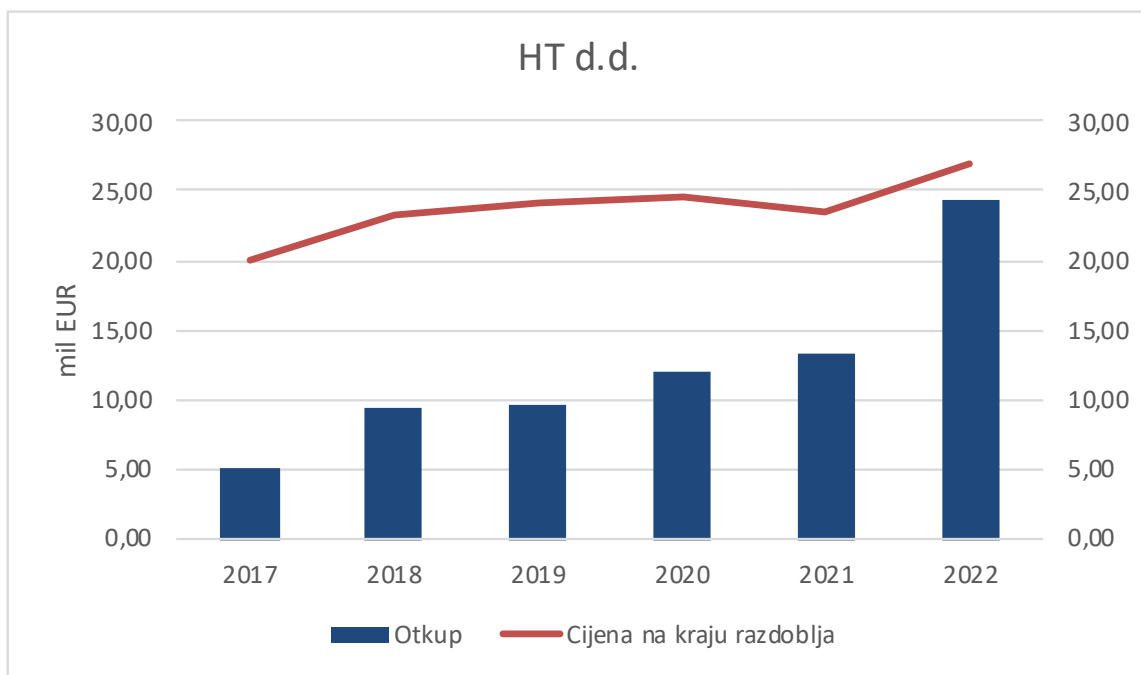
U teoriji se razumijevanje odnosa između kretanja cijena dionica i prakse modernih korporacija za otkupljivanjem vlastitih dionica čvrsto utemeljuje na ekonomskim načelima ponude i potražnje. U svojoj srži, ovaj način poslovanja sadrži logičan zaključak da se u trenutku odlučivanja kompanije za otkupom vlastitih dionica, odnosno povlačenjem određenog broja dionica iz opticaja, smanjuje količina preostalih dionica dostupnih na tržištu. Smanjenjem ponude dionica stvara se tendencija za porast cijene kao i za svako drugo dobro, dok se za smanjenje dionica u opticaju u obzir i činjenica da se vrijednost kompanije nakon otkupa dijeli na manji broj dijelova, što je samo po sebi dovoljan razlog, ukoliko sve ostale činjenice ostanu nepromijenjene, za porast cijene po dionici.

Koliko će cijena porasti ovisi o nekoliko stvari. Prvo, ovisi o tome koliko dionica tvrtka otkupljuje. Drugo, na to utječe stanje ukupnog tržišta dionica u to vrijeme. Konačno, ovisi i o tome zašto tvrtka otkupljuje svoje dionice. Recimo da kompanija kupuje svoje dionice iz razloga što uprava smatra kako je trenutačna cijena dionica ispod fer vrijednosti i opravdano ih smatra više vrijednima, takav slučaj se signalizirati tržištu pozitivan signal i vrlo je vjerojatno kako će cijena dionice nakon otkupa porasti. U slučaju da kompanija otkupljuje vlastite dionice iz razloga poput pokušaja smanjenja duga, cijena dionice možda i neće porasti u istoj mjeri.

Dakle, jednostavnim rječnikom rečeno, kada tvrtka otkupljuje vlastite dionice, to obično uzrokuje rast cijene dionice. Koliko će porasti ovisi o tome koliko dionica kupe, kako ide cjelokupno tržište dionica i zašto uopće kupuju dionice.

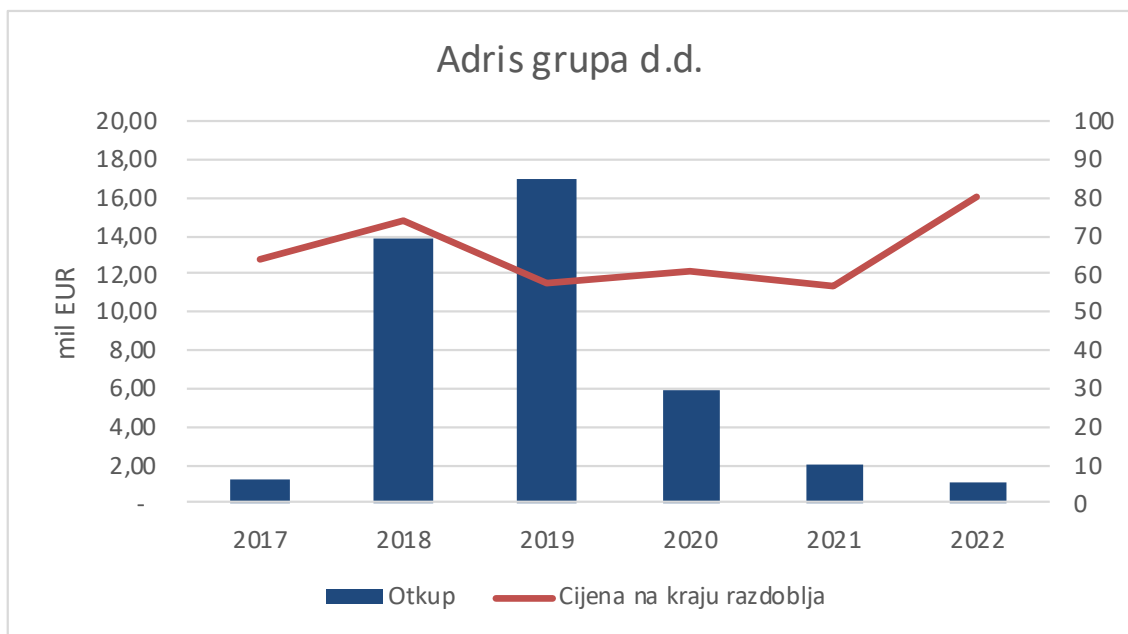
Kao što je prethodno prikazano, veliki broj društava izlistanih na Zagrebačkoj burzi kupuje vlastite dionice, a u sljedećem djelu rada prikazan je odnos između otkupa vlastitih dionica i kretanja cijena na temelju razdoblja od 2018. do 2022. za četiri društva izlistana na Zagrebačkoj burzi koje su kroz svaku od navedenih godina vršile otkup.

Grafikon 5 Odnos otkupa dionica i cijene HT d.d.



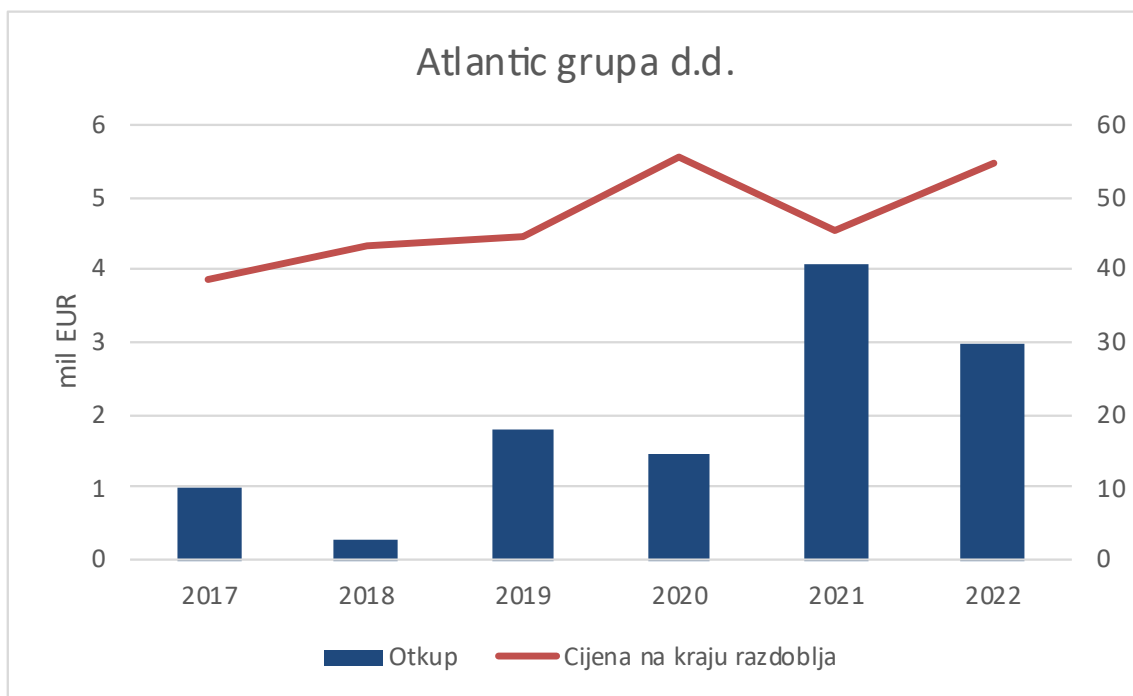
izvor: Obrada autora prema Refinitiv LSEG

Grafikon 6 Odnos otkupa dionica i cijene Adris grupa d.d.



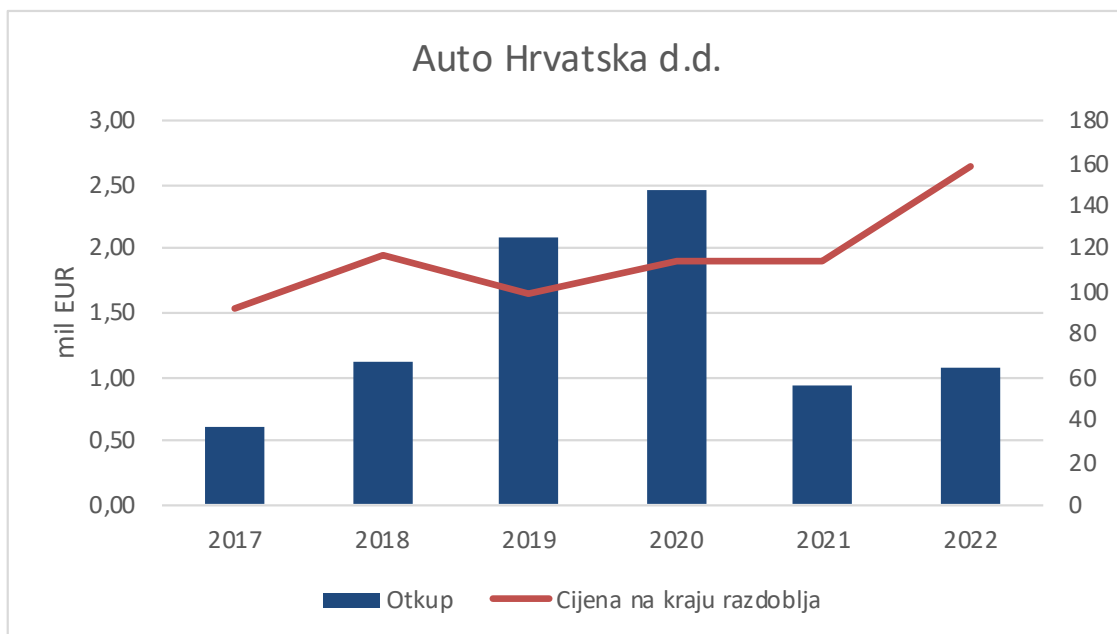
izvor: Obrada autora prema Refinitiv LSEG

Grafikon 7 Odnos otukpa dionica i cijene Atlantic grupa d.d.



izvor: Obrada autora prema Refinitiv LSEG

Grafikon 8 Odnos otukpa dionica i cijene Auto Hrvatska d.d.



izvor: Obrada autora prema Refinitiv LSEG

Pogledom na grafikone možemo primijetiti kako na prvi pogled kretanje dviju promatranih metrika nema u velikoj mjeri utjecaj jedne na drugu, kako bi se jasno utvrdilo postoji li veza, mjera koja se koristi je korelacija među dvije varijable.

Za izračun korelacije, prvo je potrebno utvrditi kovarijancu. Kovarijanca je mjera kojom se prikazuje kako se dvije varijable kreću zajedno. Izračun kovarijance uzorka temelji se na sljedećoj formuli:

$$s_{X,Y} = \frac{\sum_{i=1}^n \{[X_i - \bar{X}][Y_i - \bar{Y}]\}}{n - 1}$$

X_i = opažanje varijable X

Y_i = opažanje varijable Y

\bar{X} = srednja vrijednost varijable X

\bar{Y} = srednja vrijednost varijable Y

n = broj razdoblja

U praksi je kovarijancu teško protumačiti. Vrijednost kovarijance ovisi o jedinicama varijabli. Kovarijanca dnevnih promjena cijena dviju vrijednosnica s cijenom u jenima bit će mnogo veća od kovarijance ako je cijena vrijednosnica u dolarima. Kao i varijanca, jedinice kovarijance su kvadrati jedinica koje se koriste za podatke. Osim toga, ne možemo protumačiti relativnu snagu odnosa između dviju varijabli. Znajući da je kovarijanca X i Y 0,8756 govori nam samo da se oni teže kretati zajedno jer je kovarijanca pozitivna. Standardizirana mjera linearnog odnosa između dviju varijabli naziva se koeficijent korelacije ili jednostavno korelacija. (Kaplan, 2021)

Korelacija između dvije varijable, X i Y, izračunava se kao:

$$\rho_{XY} = \frac{s_{XY}}{s_X s_Y}$$

Korelacija mjeri snagu linearnog odnosa između dviju slučajnih varijabli, korelacija nema jedinica, kreće se od -1 do $+1$. Odnosno, $-1 \leq \rho_{XY} \leq +1$. Ako je $\rho_{XY} = 1,0$, slučajne varijable imaju savršenu pozitivnu korelaciju. To znači da kretanje jedne slučajne varijable rezultira proporcionalnim pozitivnim kretanjem druge u odnosu na njezinu srednju vrijednost. Ako je $\rho_{XY} = -1,0$, slučajne varijable imaju savršenu negativnu korelaciju. To znači da kretanje jedne slučajne varijable rezultira upravo suprotnim proporcionalnim kretanjem druge u odnosu na njezinu srednju vrijednost. Ako je $\rho_{XY} = 0$, ne postoji linearni odnos između varijabli, što ukazuje da se predviđanje Y ne može napraviti na temelju X korištenjem linearnih metoda.

Na temelju podataka prikazanih u grafikonima, u sljedećoj tablici prikazane su vrijednosti za svako društvo, te je po spomenutoj metodi izračunat koeficijent korelacije za četiri navedena društva.

Tablica 2 Prikaz kretanja otkupa dionica po razdobljima i cijena na kraju razdoblja

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|----------------------------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|
| HT d.d. | | | | | | |
| Otkup mil € | 5,04 | 9,42 | 9,69 | 11,95 | 13,27 | 24,29 |
| Cijena € | 19,91 | 23,23 | 24,09 | 24,62 | 23,56 | 26,90 |
| Adris grupa d.d. | | | | | | |
| Otkup mil € | 1,21 | 13,79 | 16,92 | 5,88 | 1,98 | 1,14 |
| Cijena € | 63,71 | 73,66 | 57,87 | 61,05 | 57,07 | 80,00 |
| Atlantic grupa d.d. | | | | | | |
| Otkup mil € | 0,98 | 0,29 | 1,78 | 1,46 | 4,06 | 2,97 |
| Cijena € | 38,49 | 43,13 | 44,46 | 55,74 | 45,39 | 54,50 |
| Auto Hrvatska d.d. | | | | | | |
| Otkup mil € | 0,61 | 1,12 | 2,09 | 2,46 | 0,93 | 1,07 |
| Cijena € | 91,58 | 117,46 | 98,88 | 113,48 | 114,14 | 159,00 |

izvor: Obrada autora prema Refinitiv LSEG

Tablica 3 Koeficijent korelacije

| Koeficijent korelacije ρ_{XY} | |
|------------------------------------|-------|
| HT d.d. | 0,89 |
| Adris grupa d.d. | -0,15 |
| Atlantic grupa d.d. | 0,32 |
| Auto Hrvatska d.d. | -0,11 |

izvor: Obrada autora

HT d.d. korelacija od 0,89: Visoka pozitivna korelacija ukazuje na snažan pozitivan odnos između cijene dionice HT-a d.d. i otkupa dionica. Kada se tvrtka uključi u otkupe, to obično ima značajan pozitivan utjecaj na cijenu dionica.

Adris grupa d.d. korelacija -0,15: Negativna korelacija ukazuje na slabu negativnu povezanost cijene dionice Adris grupe d.d. i otkupa dionica. U ovom slučaju otkup dionica možda neće imati značajan utjecaj na cijenu dionice ili čak može imati blago negativan utjecaj.

Atlantic grupa d.d. korelacija 0,32: Pozitivna korelacija ukazuje na umjereno pozitivan odnos između cijene dionice Atlantic grupe d.d. i otkupa dionica. Čini se da otkupi tvrtke imaju donekle pozitivan učinak na cijenu dionica.

Auto Hrvatska d.d. korelacija -0,11: Slično Adris grupi d.d., Auto Hrvatska d.d. također pokazuje slabu negativnu korelaciju između cijene dionice i otkupa dionica. Otkup dionica možda nije značajan pokretač kretanja cijena dionica.

U zaključku, koeficijenti korelacije nude vrijedan uvid u odnos između cijena dionica i otkupa dionica za ova četiri poduzeća. Visoka pozitivna korelacija, poput one u HT-u d.d., sugerira da otkup dionica ima snažan pozitivan učinak na cijene dionica, što je čini potencijalno učinkovitom strategijom za povećanje vrijednosti za dioničare. Suprotno tome, negativne korelacije uočene u Adris grupi d.d. i Auto Hrvatska d.d. impliciraju da otkupi dionica možda nisu značajni pokretači kretanja cijena dionica za te tvrtke. Umjerena pozitivna korelacija Atlantic grupe d.d. upućuje na to da dok otkupi dionica imaju pozitivan utjecaj, dok drugi čimbenici također mogu doprinijeti dinamici cijene dionice.

8 ZAKLJUČAK

Otkup vlastitih dionica predstavlja kompleksan proces s naglašenim financijskim implikacijama za dionička društva. Društva mogu steći vlastite dionice samo na temelju ovlasti glavne skupštine, koja je obično ograničena na najviše pet godina i definira uvjete pod kojima se dionice mogu stjecati. Ovlasti glavne skupštine uključuju određivanje maksimalnog broja dionica koje se mogu steći, vrijeme trajanja ovlasti za stjecanje dionica, te maksimalnu i minimalnu vrijednost dionica.

Otkup vlastitih dionica postao je uobičajena korporativna financijska strategija u kojoj društvo otkupljuje vlastite dionice od dioničara, a u skladu s postavljenim pitanjima ovog rada mogu se donijeti sljedeći zaključci:

- Motivi za otkup dionica mogu biti raznoliki, ali neki od najčešćih uključuju signaliziranje investitorima da tvrtka vjeruje da su njezine dionice podcijenjene, poboljšanje financijskih pokazatelja kao što je pokazatelj dobiti po dionici (Earnings per Share), nagrađivanje uprave i zaposlenika, alternativa isplati dividende, upravljanje zaradama tvrtke, signaliziranje povjerenja uprave i izbjegavanje preuzimanja. Važno je napomenuti da menadžeri mogu odlučiti o otkupu vlastitih dionica i radi povećanja vlastite naknade, što može ići na štetu ostalim dioničarima kompanije
- Unatoč potencijalnim prednostima, otkup vlastitih dionica nosi i određene rizike. To uključuje ugrožavanje financijske fleksibilnosti i mogućnosti ulaganja, nepogodno tržišno vrijeme koje može dovesti do uništavanja vrijednosti, moguće manipulacije zaradom i kompenzacijom, te utjecaj na razine duga i kreditne ocjene društva.
- U ovom radu opisane su različite kategorije programa otkupa dionica, uključujući ponovnu kupnju dionica na otvorenom tržištu, Nizozemsku aukciju, ponudu s fiksnom cijenom i ponovnu kupnju po privatnom dogovoru. Svaka vrsta programa ima svoje specifične karakteristike, prednosti i nedostatke, što pruža društvima različite opcije za provođenje otkupa vlastitih dionica u skladu s njihovim potrebama i ciljevima.

- U zaključku, analizom koeficijenata korelacije za četiri hrvatska dionička društva u razdoblju od 2017. do 2022. ukazuju na to da otkupi dionica mogu imati pozitivan, negativan ili umjeren utjecaj na cijene dionica. Visoka pozitivna korelacija u slučaju HT-a d.d. sugerira da otkupi dionica imaju snažan pozitivan učinak na cijene dionica, što je čini potencijalno učinkovitom strategijom za povećanje vrijednosti za dioničare. Negativne korelacije uočene u Adris grupi d.d. i Auto Hrvatska d.d. impliciraju da otkupi dionica možda nisu značajni pokretači kretanja cijena dionica za te tvrtke. Umjeren pozitivna korelacija Atlantic grupe d.d. upućuje na to da dok otkupi dionica imaju pozitivan utjecaj, dok drugi čimbenici također mogu doprinijeti dinamici cijene dionice.

Otkup vlastitih dionica je važan poslovni postupak koji zahtijeva pažljivo planiranje i analizu. Razumijevanje motivacija, rizika i različitih strategija otkupa vlastitih dionica ključno je za uspješno upravljanje ovim procesom.

9 LITERATURA

Knjige i članci:

Aharony, J., Venezia I. (2001). Share Repurchases and Employee Compensation, Journal of Financial Economics

Alvin, C., Obizhaeva, O. (2022). Stock buyback motivations and consequences: A literature review, CFA Institute Research Foundation Books

Barbić, J. (2020). Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Organizator, Zagreb

Busch, P., Obernberger, S. (2016) Actual share repurchases, price efficiency, and the information content of stock prices, The Review of Financial Studies

Feldman, B., Obuljen, S. (1995). Društva kapitala, Faber&Zbombić Plus, Zagreb

Jensen, M. (1993). Paying for Long-Term Performance, Journal of Finance

Kaplan (2021). Schweser Notes 2022 Level I CFA® Book 1: Quantitative Methods And Economics

Miller, M. H., Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. The Journal of Business

Mishkin F.S., Eakins S.G. (2019). Financijska tržišta i institucije

Orsag, S. (2006). Pomodni sjaj buybacka dionica, Financijski magazin Investitor, br 2, Zagreb

Orsag, S., Gulin, D. (1996). Poslovne kombinacije, HZRIF, Zagreb

Pearsons, J. C., (1994) Signaling and Takeover Deterrence with Stock Repurchases: Dutch Auctions Versus Fixed Price Tender Offers, The Journal of Finance

Petrović, S. (2013). Osnove prava društava, Zagreb

Peyer, U., Vermaelen, T. (2009). Stock Repurchases as Signals of Undervaluation

Peyer, U., Vermaelen, T., (2005) The Many Facets of Privately Negotiated Stock Repurchases, Journal of financial economics

Prohaska, Z. (1996). Analiza vrijednosnih papira, Infoinvest d.o.o., Zagreb

Skerlev, B., Buzatović, Z., (2017) Stjecanje vlastitih dionica prema pravu RH, Pravo i porezi, RRIF-plus

Web stranice:

Delač, M., (2023) Samo se u Hrvatskoj zaposlenike nagrađuje dionicama, Bloomberg Adria (mrežna stranica) Dostupno s: <https://hr.bloombergadria.com/businessweek-adria/financije/28096/dionice-nacin-nagradivanja-zaposlenika/news>

https://static.hrvatskitelekom.hr/webresources/tht/pdf/investitori/izvjesca/GODISNJE_IZVJESC E_HR_2022.pdf

<https://www.berkshirehathaway.com/letters/2011ltr.pdf>

<https://www.span.eu/hr/investitori/korporativni-dokumenti-i-korporativni-dogadaji/korporativni-dogadaji/obavijesti-o-stjecanju-otpustanju-vlastitih-dionica/>

Pulitika, Đ. (2019), Otkup vlastitih dionica kao generator potražnje na tržištu, InterCapital Asset Management Blog (mrežna stranica) Dostupno s: <https://icam.hr/blog/otkup-vlastitih-dionica-kao-generator-potraznje-na-trzistu/>

Pravni akti:

Zakon o trgovačkim društvima

10 POPIS GRAFIKONA I TABLICA

| | |
|--|----|
| GRAFIKON 1 PRINOS TEMELJEN ISKLJUČIVO NA CIJENAMA DIONICA..... | 13 |
| GRAFIKON 2 UKUPNI PRINOS (CIJENA + DIVIDENDA) | 14 |
| GRAFIKON 3 OTKUP VLASTITIH DIONICA HT D.D..... | 22 |
| GRAFIKON 4 OTKUP VLASTITIH DIONICA SPAN D.D..... | 23 |
| GRAFIKON 5 ODNOS OTKUPA DIONICA I CIJENE HT D.D..... | 25 |
| GRAFIKON 6 ODNOS OTKUPA DIONICA I CIJENE ADRIS GRUPA D.D..... | 25 |
| GRAFIKON 7 ODNOS OTKUPA DIONICA I CIJENE ATLANTIC GRUPA D.D..... | 26 |
| GRAFIKON 8 ODNOS OTKUPA DIONICA I CIJENE AUTO HRVATSKA D.D..... | 26 |

11 POPIS TABLICA

| | |
|---|----|
| TABLICA 1 POPIS DRUŠTAVA IZLISTANIH NA ZSE SA NAJVEĆOM VRIJEDNOSTI VLASTITIH DIONICA NA 31.12.2022. ... | 20 |
| TABLICA 2 PRIKAZ KRETANJA OTKUPA DIONICA PO RAZDOBLJIMA I CIJENA NA KRAJU RAZDOBLJA..... | 28 |
| TABLICA 3 KOEFICIJENT KORELACIJE | 29 |