

Стицање сопствених акција у Србији: мотиви и ефекти¹

Share repurchase in Serbia: motives and effects

Душан Јоксимовић*

Факултет за пословне студије, Мегатренд универзитет, Београд

Владан Павловић**

Економски факултет Универзитета у Приштини (с привременим седиштем у Косовској Митровици)

Марија Митић***

Мегатренд универзитет, Београд

Сажетак: Компаније у Србији најинтензивнији откуп сопствених акција вршиле су при најнижим берзанским индексима. Најчешће навођени мотиви стицања били су спречавање пада вредности акција и промена власничке структуре. Откупима сопствених акција током кризе компаније нису успеле да промене тренд пада вредности акција.

Кључне речи: сопствене акције, вредност акција, мотиви откупа сопствених акција, ефекти откупа сопствених акција.

Abstract: Companies in Serbia intensified own shares repurchase program during the period of the lowest value of stock market index. These companies announced the following motives for the share repurchase: to protect the market value of the shares and to change the ownership structure. During the crises period in Serbia companies did not succeeded to change the trend of share decline using the share repurchase program.

Keywords: share repurchase, share value, share repurchase motives, effects of share repurchase program.

Увод

Уколико не постоје законска ограничења, компаније откупљују сопствене акције ради: (1) повраћаја новца акционарима; (2) стимулисања запослених, пре свега менаџмента компаније, без повећања укупног броја акција (*stock-options*); (3) повећања берзанске вредности акција; (4) стицања удела у капиталу других компанија, при чему се откупљене акције користе као платежно средство или као покриће емитованих конвертибилних хартија од вредности, односно обвезница које се могу конвертовати у капитал (конвертибилне обвезнице), односно као покриће за емитоване варанте; (5) остваривања капиталног добитка након накнадне продаје; (6) спречавања непријатељског преузимања; (7) по сили

¹ У раду се представља део резултата истраживања на пројекту 179001 и III 45003, које је финансирало Министарство просвете, науке и технолошког развоја Републике Србије.

* ✉ djoksimovic@megatrend.edu.rs

** ✉ vladan.pavlovic@pr.ac.rs

*** ✉ ma.mitic@megatrend.edu.rs

закона; (8) подржавања уговора о одржавању ликвидности акција (видети детаљније у: Павловић, 2010, стр. 66–67). Бројност различитих класификација разлога за стицање сопствених акција у литератури не изненађује када се имају у виду неунформност права у питањима предметне материје, као и различите праксе условљене не само законским ограничењима већ и различитим степеном развијености финансијских тржишта (Павловић, 2014).

У Србији је стицање сопствених акција уређено Законом о привредним друштвима („Службени гласник РС“, бр. 36/2011 и 99/2011), који представља најлибералнији закон до сада. Решења актуелног закона представљају значајна побољшања у односу на решења предвиђена пређашњим Законом о привредним друштвима („Службени гласник РС“, бр. 125/2004). Актуелни закон је искључио про рата методу као једину методу стицања сопствених акција, чиме је отклонио стицање сопствених акција на берзи по основу Одлуке Комисије за хартије од вредности, што је представљало изнуђено противзаконско решење (видети детаљније у Павловић, 2010, и Павловић, 2014). Поред тога, прописана је и обавеза обелодањивања разлога за стицање сопствених акција. Поред Закона о привредним друштвима, материја стицања и извештавања о сопственим акцијама регулисана је и Законом о тржишту капитала („Службени гласник“, бр. 31/2011) и Законом о рачуноводству („Службени гласник“, бр. 62/2013).

Пређашња законска решења нису наметала експлицитну обавезу обелодањивања разлога за стицање сопствених акција. Међутим, упркос законској обавези, бројне компаније и даље не обелодањују разлоге за стицање сопствених акција, нити о сопственим акцијама извештавају на Законом прописан начин.

Велики је број истраживања усмерених на оцењивање ефеката стицања сопствених акција или утврђивање преовлађујућих мотива за стицање сопствених акција, доводећи их или не доводећи у везу с фазама привредног циклуса (Albouy and Morris, 2006; Bartov, Krinsky, and Lee, 1998; Comment, Jarrell, 1991; Dann, 1981; Dittmar, 2000; Hurr, Kreuze, and Langsam, 2008; Liano, Huang, and Manakyan, 2003; Vermaelen, 1981; Weston, Siu, 2003; и др.). Тај број не изненађује када се зна да је већ годинама уназад стицање сопствених акција тема из области финансија о којој се најчешће расправља у салама за састанке у Сједињеним Америчким Државама (Henry, 2004), а да поједине процене указују на то да се у дужем низу година више акција откупљује него што се емитује (Тодоровић, 2009).

Циљ рада јесте да се установи постоји ли веза између учесталости стицања сопствених акција компанија у Србији и кретања берзанских индекса, да се испитају преовлађујући мотиви стицања и да се оцени да ли су компаније које су стицале сопствене акције због очекиваног ефекта на берзанску вредност акција, постигле те очекиване ефекте. Истраживање је спроведено за период од 1. јануара 2005. до 31. децембра 2010. године, на узорку од 27 компанија.

У истраживању ефеката најаве откупа сопствених акција на берзанску вредност акција разматран је период од месец дана који је претходио најави откупа до три месеца након најаве стицања сопствених акција.

Истраживање је вршено на основу података обелодањених у пословним извештајима компанија и на основу информација објављених на сајту Београдске берзе. Услед чињенице да бројне компаније нису обелоданиле мотиве за стицање акција, наведене информације су прибављане путем структурираног упитника. Упитник је прослеђен свим компанијама које су разврстане у средња и велика друштва, листирана на Београдској берзи. На упитник је одговорило 27 компанија. Посматрано по годинама стицања, на упитник је одговорило 33% компанија које су стекле сопствене акције у 2006; 57% компанија које су стекле сопствене акције у 2007; 62% компанија које су стекле сопствене акције у 2008; 68% компанија које су стекле сопствене акције у 2009. и 53% компанија које су стекле сопствене акције у 2010. години. Од укупног броја компанија које су стицале сопствене акције, четири компаније су искључене из анализе због отварања стечајног поступка или поступка реструктурирања, док су три компаније искључене због немогућности успостављања контакта.

1. Међузависност учесталости стицања сопствених акција и кретања берзанског индекса

Посматрани период карактеришу три фазе: фаза раста берзанског индекса, која је трајала од 9. јануара 2006. до 3. маја 2007; фаза пада, која је трајала од 4. маја 2007. до 1. априла 2009; и фаза консолидације, која је обележила период од 2. априла 2009. до 31. децембра 2010. године (према: Радовић, Васиљевић, 2012, стр. 423).

Слика 1. Кретање индекса BELEXline и Belex15 у периоду 2006–2010. године



Извор: Радовић, Васиљевић, 2012, стр. 423

На слици број 1 јасно се уочава да након историјског максимума у 2007. години, берзански индекси бележе константан пад у 2008. и историјски минимум у броју трансакција и промету у 2009. години (према: Радовић, Васиљевић, исто).

Табела 1. Број компанија које су откупиле сопствене акције и број компанија које су најавиле откуп, по годинама у периоду 2005–2010. године

Година	Број компанија које су откупиле сопствене акције	%	Број компанија које су најавиле откуп сопствених акција	%
2005.	1	1,16	1	0,89
2006.	3	3,49	3	2,68
2007.	7	8,14	9	8,04
2008.	34	39,53	45	40,18
2009.	22	25,58	31	27,68
2010.	19	22,09	23	20,54
Збир	86	100,00	112	100,00

Извор: Истраживање аутора

У посматраном шестогодишњем периоду, 61 компанија откупљивала је сопствене акције. Број компанија које су стицале сопствене акције приказан у табели број 1 (86), већи је од броја компанија које су заиста стицале сопствене акције у датом периоду, услед чињенице да су поједине компаније током посматраног периода најављивале и стицале сопствене акције више пута. У посматраном периоду четири компаније имале су две најаве, две компаније имале су три најаве, четири компаније стицање су најавиле четири пута и једна компанија стицање је најавила пет пута.

На основу података приказаних у табели број 1 јасно се уочава да се најаве стицања, односно стицање сопствених акција, интензивира с погоршањем стања на тржишту капитала, тако да је најинтензивнији откуп у години највећег пада берзанског индекса. Истраживање указује на то да је највећи број компанија најавио стицање сопствених акција током 2008. и да је највећи број компанија стекао сопствене акције током те године. Испоставља се да је најобимнији откуп сопствених акција вршен у години у којој је у највећој мери дошло до изражаја преливање ефеката глобалне финансијске кризе на српску привреду (видети опширније у Павловић, Љумовић, 2010; Филиповић, 2010; Љумовић, 2010).

2. Мотиви стицања сопствених акција у Србији

Испитивање мотива стицања сопствених акција у Србији отежано је као последица тога што бројне компаније у Србији не обелодањују мотиве стицања сопствених акција упркос чињеници да је у питању информација од јавног значаја. Истина, експлицитна обавеза обелодањивања мотива стицања

сопствених акција током анализираних периода није ни постојала. Обавеза обелодањивања мотива стицања прописана је тек доношењем актуелног Закона о привредним друштвима („Службени гласник“, бр. 36/2011 и 99/2011) и Закона о тржишту капитала („Службени гласник“, бр. 31/2011). Међутим, бројне компаније и даље не обелодањују разлоге стицања сопствених акција, нити о сопственим акцијама извештавају на законом прописан начин. Од укупно 61 компаније, 27 компанија одговорило је на упитник, односно навело је мотиве стицања сопствених акција. Исти број компанија навео је да није у могућности да наведе мотиве стицања, образлажући да је у питању пословна тајна.

Табела 2. Мотиви стицања сопствених акција

Мотиви стицања сопствених акција	Број одговора	%
Повећање берзанске вредности акција	4	10,81081
Спречавања пада берзанске вредности акција	11	29,72973
Промена власничке структуре	11	29,72973
Поврат новца акционарима	1	2,702703
Ради поновне продаје и остваривања добитка	3	8,108108
Спречавање непријатељског преузимања	3	8,108108
Повећање ликвидности акција	1	2,702703
Лош материјални положај акционара – нарочито пензионера	1	2,702703
Прелазак друштва у затворено друштво	1	2,702703
Остало	1	2,702703
Укупно	37	100

Извор: Истраживање на бази анкете

Укупан број одговора већи је од броја компанија које су одговориле на упитник, што је последица чињенице да је више компанија, одговарајући на упитник, навело да је откуп сопствених акција мотивисан с више разлога. Мотив стицања који је званично навођен према одредбама тада важећег Закона о привредним друштвима (2004) био је од посебног значаја, будући да је мотив стицања детерминисао и допуштено методу стицања. Наиме, сагласно Одлуци Комисије за хартије од вредности (бр. 3/0-04-617/8-05), компанијама је било омогућено стицање сопствених акција непосредно на берзи искључиво у случају да је: (а) стицање мотивисано спречавањем штете по друштво, и (б) зарад стицања недостајућег броја акција по спроведеној јавној ванберзанској понуди, док је стицање сопствених акција мотивисано осталим разлозима, сагласно законским одредбама, могло бити спроведено искључиво методом про рата (видети опширније у: Павловић, 2010).

Уочава се да је 41% откупа сопствених акција вршено с намером да се утиче на берзанску вредност акција, од чега се 30% односи на спречавање пада вредности акција. Специфичност откупа сопствених акција у анализираним периодима у Србији јесте и то што је чак 30% укупно анкетираних као мотив навело

промену власничке структуре. Наведено је последица недавно извршених приватизација, односно последица транзиције српске економије. Очигледно је и да су потцењене вредности акција биле добра прилика за промену власничке структуре, а посебно и услед очекивања да ће откуп сопствених акција, уз промену власничке структуре, истовремено имати и ефекат спречавања даљег пада берзанске вредности акција.

Мотив „лош материјални положај акционара, нарочито пензионера“ непознат је у развијеним економијама. Наведено је последица чињенице да су акције бројних друштава листираних на Београдској берзи неликвидне, па их услед непостојеће тражње акционари не могу продати на берзи. Наведено је последица чињенице да је Београдска берза на неадекватан начин коришћена као инструмент за спровођење приватизације (видети опширније у: Павловић, Муминовић, 2010). Иначе, једна од често примењиваних техника за одржавање ликвидности акција на развијеним тржиштима капитала јесте стицање сопствених акција, које се затим предају банци (агенту), која их накнадно продаје, односно откупљује на берзи у зависности од понуде и потражње, обезбеђујући тиме њихову ликвидност. Неликвидност акција на Београдској берзи омогућава компанијама да стичу сопствене акције и без исплаћивања одређене премије, која је иначе у развијеним тржишним економијама уобичајена, будући да управо премија представља подстицај акционарима да своје акције понуде компанији емитенту уместо да их продају преко брокера неком трећем лицу. Неликвидност акција на Београдској берзи омогућила је чак појединим компанијама и да откупљују сопствене акције по нижој цени од берзанске, што представља својеврстан апсурд.

Мотив стицања сопствених акција ради поновне продаје и остваривања добитка није навођен као искључиви мотив, већ уз очекивани ефекат на берзанску вредност акција. Иначе, поједина законодавства експлицитно забрањују стицање сопствених акција мотивисано наведеним разлогом (видети опширније у: Павловић, 2014).

С друге стране, уочава се да је тек једна компанија током целокупног посматраног периода откупљивала сопствене акције као алтернативу исплате дивиденди, што је, уколико постоји порески подстицај, релативно чест мотив стицања сопствених акција компанија из развијених економија.

Запажа се да ниједна компанија није навела да је сопствене акције стицала ради стимулисања запослених, пре свега менаџмента компаније, што већ дуже време представља најчешћи разлог откупа сопствених акција на развијеним тржиштима (видети опширније у: Павловић, Муминовић, 2011).

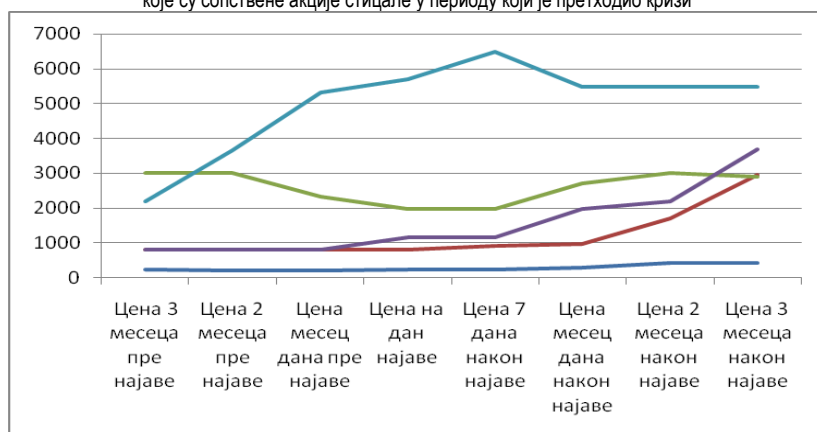
3. Ефекти стицања сопствених акција на берзанску вредност акција

Више фактора детерминише ефекат стицања сопствених акција на берзанску вредност акција (видети опширније у: Павловић, 2014). У најважније факторе уврштавају се стање на финансијским тржиштима и мотив због којег се акције стичу.

3.1. Ефекти стицања сопствених акција у периоду који је претходио кризи

Период пре кризе у Србији сматран је изузетно погодним периодом за учеснике на берзанском тржишту. Период раста тржишта привукао је, међутим, и шпекулативне инвеститоре, који су допринели нестабилности финансијских тржишта. У овом периоду мали број компанија је откупљивао сопствене акције. Једна од компанија која је у овом периоду стицала сопствене акције отишла је у стечај, а менаџмент две компаније није желео да обелодани мотиве стицања сопствених акција. Од три компаније које су одговориле на упитник, једна компанија је стицала сопствене акције с намером да из отвореног пређе у затворено друштво, док су две компаније навеле да су акције стицале с намером промене власничке структуре и повећања вредности акција.

Графикон 1. Ефекти најаве откупа сопствених акција на вредност акција компанија које су сопствене акције стицале у периоду који је претходио кризи



Извор: Истраживање аутора

На графикону број 1 уочава се да у три случаја најави откупа сопствених акција није утицала на промену тренда вредности акција, док се у једном случају запажа промена тренда (раст вредности) непосредно пре најаве, да би непосредно након најаве дошло до пада вредности и до њене стабилизације на нивоу забележеном месец дана пре најаве откупа.

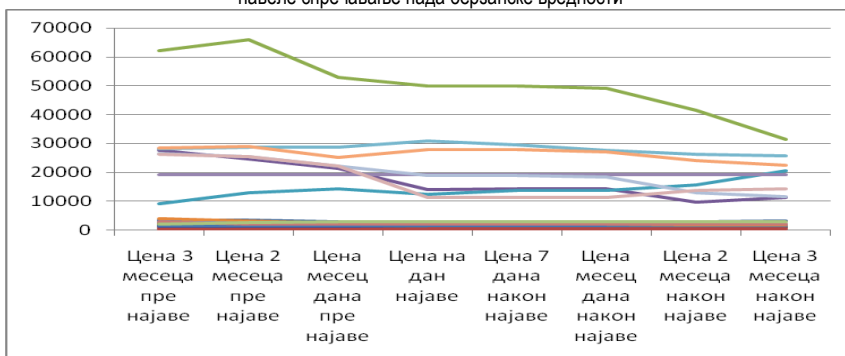
3.2. Ефекти стицања сопствених акција током кризе

Како је приказано у табели број 1, најинтензивнији откуп сопствених акција забележен је у условима пада берзанског индекса. За разлику од компанија у САД, које су најинтензивнији откуп сопствених акција вршиле у условима раста берзанских индекса (видети опширније у: Павловић, Муминовић, 2011), највећи број најављених откупа компанија у Србији био је у 2008, у којој су берзански индекси најинтензивније падали. Према резултатима истраживања, 65% најављених откупа у овом периоду извршено је с намером утицања на берзанску вредност акција. Од 17 најављених стицања сопствених акција у 2008, девет је мотивисано спречавањем пада вредности акција, док су две мотивисане очекиваним растом берзанске вредности акција.

Посебно је значајно установити да ли је најављени откуп сопствених акција мотивисан спречавањем пада вредности акција утицала на промену вредности акција. Поред тога, интересантно је установити и да ли је најављени откуп мотивисан променом власничке структуре имала утицаја на вредност акција, имајући у виду да је овај мотив стицања често праћен малверзацијама. Бројни откупи мотивисани променом власничке структуре не представљају изненађење, имајући у виду примењене моделе приватизације српске привреде (видети опширније у: Павловић, 2008). Већина компанија поништила је откупљене акције које су стицане с циљем промене власничке структуре.

Стицање сопствених акција мотивисано спречавањем пада вредности акција вршено је, сагласно Мишљењу Комисије за хартије од вредности, на Београдској берзи, док је стицање сопствених акција мотивисано променом власничке структуре, према тада актуелном Закону о привредним друштвима из 2004, спровођено про рата методом. Међутим, поједина друштва навела су у захтеву да акције стичу ради спречавања непосредне штете по друштво, што им је омогућило да сопствене акције стичу на берзи, док су у одговору на упитник навела да је стицање било мотивисано и променом власничке структуре.

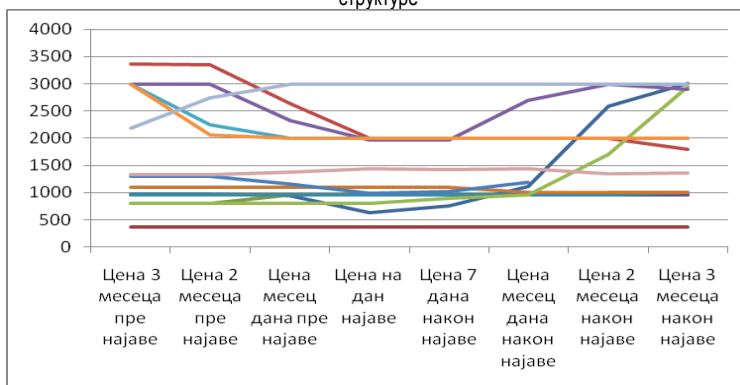
Графикон 2. Ефекти најаве откупа на вредност акција компанија које су као мотив навеле спречавање пада берзанске вредности



Извор: Истраживање аутора

На графикону број 2 уочава се да најави откупа сопствених акција није утицала на промену тренда вредности акција. Међутим, посматрајући дужи хоризонт, вредност акција свих компанија које су током кризе откупљивале сопствене акције бележи пад након трећег месеца од најаве стицања.

Графикон 3. Ефекти најаве откупа на вредност акција компанија које су као мотив навеле промену власничке структуре



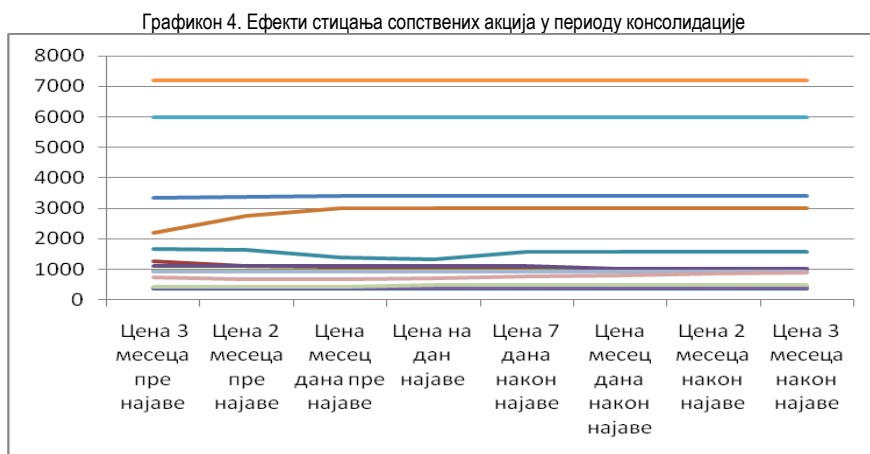
Извор: Истраживање аутора

3.3. Мотиви и ефекти стицања сопствених акција у периоду консолидације тржишта

На графикону број 3 уочава се да је у четири случаја најави откупа сопствених акција претходио пад вредности акција у периоду између 30 и 45 дана пре најаве, при чему је у три случаја забележен раст вредности акција непосредно након стицања, да би у два случаја био забележен значајнији тренд раста вредности месец дана након дана најаве откупа. Карактеристично је за компаније које су стицале сопствене акције с циљем промене власничке структуре да по правилу

након стицања акција није забележен пад вредности акција у посматраном периоду, већ је или забележен раст, или је вредност акција остала непромењена.

Објашњења за раст вредности акција може да буде више. Једно од објашњења јесте да је промена власничке структуре допринела позитивном ефекту на берзанску вредност акција. Следеће објашњење јесте да је сам откуп, односно повећана тражња за акцијама, позитивно утицао на њихову вредност. Међутим, могуће је и да је менаџмент компанија свесно, служећи се техникама креативног рачуноводства, допринио паду вредности акција пре откупа (видети опширније у: Marai, Павловић, 2013; Marai, Павловић, 2014; Кнежевић и др., 2012). Истраживања потврђују да таква пракса није непозната (видети опширније у: Lanoue, Peltier-Rivest, 2009).



Извор: Истраживање аутора

На графикону број 4 уочава се да најаве откупа сопствених акција није утицала на промену тренда вредности акција, при чему су вредности акција у посматраном периоду непромењене или без значајнијих осцилација. Интересантно је да је у овом периоду у 10 случајева наведено да је стицање сопствених акција мотивисано спречавањем пада вредности акција. Имајући у виду да су берзанске вредности акција углавном мировале три месеца пре дана најаве откупа, отвара се питање у којој мери су одговори добијени упитником поуздани. У том контексту, важно је напоменути и став Комисије за хартије од вредности, према којем је стицање и отуђење сопствених акција праћено честим злоупотребама (Мишљење Комисије за Хов број: 2/0-03-117/2-12, од 7. 5. 2012).

Закључна разматрања

Компаније су у Србији при откупу сопствених акција различито мотивисане, при чему је најинтензивнији откуп био у 2008, када су до пуног изражаја дошли ефекти преливања глобалне финансијске кризе на финансијска тржишта у Србији. Стога и не изненађује што је најчешће навођен мотив откупа сопствених

акција био спречавање пада вредности акција. Поред спречавања штете по друштво, компаније су често стицале сопствене акције и с циљем промене власничке структуре. Испоставило се да стицање сопствених акција с циљем стимулисања запослених, а посебно менаџмента, и стицање акција као алтернатива исплате дивиденди, који су најприсутнији мотиви стицања сопствених акција у развијеним економијама, нису били присутни у Србији, или су били маргиналног значаја. Наведено је и очекивано будући да се законитости с развијених финансијских тржишта по правилу никада не односе и на неразвијена финансијска тржишта.

Истраживање је указало на то да се не може установити корелација између откупа сопствених акција и берзанске вредности акција. Наиме, у највећем броју случајева, најави откупа сопствених акција није довела до промене тренда берзанске вредности акција. Стицање сопствених акција у условима пада берзанских индекса није имало ефекат заустављања пада вредности акција. Већ након трећег месеца од најаве стицања, вредности акција компанија које су их током кризе откупљивале бележе пад. Интересантно је и да су компаније које су сопствене акције више пута током периода кризе откупљивале с намером спречавања штете по друштво, сваки наредни пут сопствене акције откупљивале по нижој вредности. Наведено отвара и питање искрености приликом навођења разлога за стицање сопствених акција, као и питање да ли је стицањем сопствених акција у условима пада вредности акција нанета штета друштву и постојаним инвеститорима.

Приликом тумачења ефеката откупа сопствених акција на берзанску вредност акција треба имати на уму да бројни фактори утичу на ефекте откупа, као и да на вредност акција утичу бројни чиниоци, који наступају истовремено, а нису у вези са стицањем сопствених акција. Према томе, настале промене берзанске вредности акција не треба нужно или искључиво приписати откупу акција.

Литература

Albouy, M., Morris, T. (2006). Les rachats d'actions au Canada: motivations et impact de l'activité économique, *Finance Contrôle Stratégie*, 9(4), 5–32.

Bartov, E., Krinsky, I., Lee, J. (1998). Evidence on How Companies Choose Between Dividends and Open-Market Stock Repurchases, *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(1), 89–96.

Comment, R., Jarrell, G. A. (1991). The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases, *Journal of Finance*, 46(4), 1243–1271.

Dann, L. Y. (1981). Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders, *Journal of Financial Economics*, 9, 113–138.

Dittmar, A. K. (2000). Why do Firms repurchase Stock, *Journal of Business*, 73(3), 331–355.

Филиповић, С. (2010). Ефекти глобалне финансијске кризе на финансијски сектор Србије, *Индустрија*, 38(3), 79–94.

Henry, D., Why the flurry of buybacks? (2004, November, 29). *Business Week*.

Hurt, D., Kreuze, J., Langsam, S. (2008). Stock Buybacks and Their Association with Stock Options Exercised in the IT Industry, *American Journal of Business*, 23(1), 13–21.

Кнежевић, Г., Миздраковић, В., Арежина, Н. (2012). Менаџмент компаније као узрок и инструмент сузбијања примене креативног рачуноводства. *Management – часопис за теорију и праксу менаџмента*, 17(62), 89–95.

Lanoue, N., Peltier-Rivest, D. (2009). Manipulation des bénéfiques et rachats d' actions, *Revue française de gestion*, 197, 65–82.

Liano, K., Huang, G., Manakyan, H. (2003). Market Reaction to Open Market Stock Repurchases and Industry Affiliation, *Quarterly Journal of Business & Economics*, 42(1–2), 97–120.

Љумовић, И. (2009). Прелазак ризика у неизвесност у условима глобалне кризе. *Зборник Матице српске за друштвене науке*, 129, 61–72.

Marai, A., Павловић, В. (2013). Earnings Management vs Financial Reporting Fraud – Key Features for Distinguishing, *Facta universitatis – series: Economics and Organization*, 10(1), 39–47.

Marai, A., Павловић, В. (2014). An overview of earnings management measurement approaches: Development and evaluation, *Facta universitatis – series: Economics and Organization*, 11(1), 21–36.

Павловић, В. (2010). Откупљивање сопствених акција – циљеви, методи и ефекти, *Рачуноводство*, 53(3/4), 63–79.

Павловић, В. (2008). Методологија вредновања капитала и усвојени модел приватизације у Републици Србији, *Рачуноводство*, 52(1/2), 39–51.

Павловић, В., Љумовић, И. (2009). Финансијска регулатива у САД као покретач актуелне светске кризе. *Рачуноводство*, 53(5–6), 78–93.

Павловић, В., Муминовић, С. (2011). Међузависност берзанске вредности акција, мотива и обима откупа сопствених акција, *Економика пољопривреде*, 58(2), 265–280.

Павловић, В., Муминовић, С., Грбић, В. (2011). Ефекти откупа сопствених акција на берзанску вредност и финансијски положај млекара у Србији, *Економика пољопривреде*, 58(4), 577–594.

Павловић, В., *Финансијско рачуноводствени аспекти стицања сопствених акција*: Зборник радова са националног симпозијума са међународним учешћем „Рачуноводство и менаџмент приватног и јавног сектора“ (22–24. мај 2014). Златибор, СРРС, 428–441.

Радовић, М., Васиљевић, А. (2012). Стабилност бета коефицијента за најликвидније акције на тржишту капитала у Србији у периоду 2006–2011. године, *Економске теме*, 50(3), 415–432.

Тодоровић, М. (2008). Чему служе откупи (сопствених) акција?, *Економика предузећа*, 56 (7–8), 248–261.

Vermaelen, T. (1981). Common Stock Repurchases and Market Signaling: An Empirical Study, *Journal of Financial Economics*, 9(2), 139–183.

Weston, J. F., Siu, J. A. (2003). *Changing Motives for Share Repurchases*, Working paper, University of California.

Законска и подзаконска регулатива:

Мишљење Комисије за хартије од вредности број: 3/0-04-617/8-05, од 19. 1. 2006.

Мишљење Комисије за хартије од вредности број: 2/0-03-117/2-12, од 7. 5. 2012.

Закон о привредним друштвима („Службени гласник РС“, бр. 125/2004).

Закон о привредним друштвима („Службени гласник РС“, бр. 36/3011 и 99/2011).

Закон о тржишту капитала („Службени гласник“, бр. 31/2011).

Сајтови:

Београдска берза: www.belex.rs

Комисија за хартије од вредности: www.sec.gov.rs

Resume

The aim of this paper is to indentify the potential relationship between the share repurchase program and stock market index in Serbia; to investigate the most common motives of shares repurchase and to evaluate whether the companies that bought their own shares succeed in trying to protect share prices from the decline. The research covers the period from 2005 to the end of 2010. In the above mentioned period, the total of 61 companies repurchased their own shares and among them 11 companies buyback their shares few times. Analysis showed that companies in Serbia intensified own share repurchase program in 2008 during the lowest value of stock market index which was affected by the financial market crisis. The most common motives for the share repurchase were to protect the market value of the shares and to change the ownership structure. All of these motives were mutually used by the companies in the same time period. The analysis showed that companies did not succeeded to change the

trend of share decline using the share repurchase program during the crises period while companies that used share repurchase several times bought their own shares at the prices that constantly declined. Share repurchase program followed by companies when stock markets are characterized by the constant decline in value of the shares points out societal issues of making a damage to the current, non-speculative investors.