

UNIVERZITET SINGIDUNUM
DEPARTMAN ZA POSLEDIPLOMSKE STUDIJE



MASTER STUDIJE
STUDIJSKI PROGRAM: POSLOVNA EKONOMIJA

MASTER RAD

**Primena određenih elemenata fundamentalne i tehničke analize za
procenu vrednosti akcija – primer *Apple Inc.* kompanije čijim se
akcijama trguje u okviru *NASDAQ* sistema**

Mentor:
Prof. dr. Lidija Barjaktarović

Student:
Ivona Srdanović
Broj indeksa: 2015/401240

SADRŽAJ

UVOD	3
1. FINANSIJSKA TRŽIŠTA.....	7
1. 1. POJAM I SUŠTINA FUNKCIONISANJA FINANSIJSKIH TRŽIŠTA.....	7
1. 2. GLAVNE VRSTE (KLASIFIKACIJE) FINANSIJSKIH TRŽIŠTA.....	7
1. 3. FINANSIJSKI INSTRUMENTI.....	8
1. 4. FINANSIJSKE INSTITUCIJE KAO NAJZNAČAJNIJI UČESNICI NA FINANSIJSKIM TRŽIŠTIMA	13
2. SEKUNDARNO FINANSIJSKO TRŽIŠTE	14
2. 1. ISTORIJAT I POJAM BERZE	14
2. 2. BERZANSKI INDEKSI	16
2. 3. GLAVNE BERZE U SJEDINJENIM AMERIČKIM DRŽAVAMA	16
2. 3. 1. <i>Njujorška berza (NYSE – New York Stock Exchange)</i>	17
2. 3. 2. <i>Američka berza (AMEX – American Stock Exchange)</i>	18
2. 4. VANBERZANSKO (OTC) TRŽIŠTE I NASDAQ.....	19
2. 4. 1. <i>Vanberzansko (OTC) tržište</i>	19
2. 4. 2. <i>NASDAQ sistem (the National Association of Securities Dealers Automated Quotation system)</i>	20
2. 5. VODEĆI BERZANSKI INDEKSI U SJEDINJENIM AMERIČKIM DRŽAVAMA	21
2. 5. 1. <i>S&P 500 indeks (Standard & Poor's index)</i>	21
2. 5. 2. <i>Dau Džonsov prosek (DJA – Dow Jones Average)</i>	22
2. 5. 3. <i>DJIA (Dow Jones Industrial Average) indeks</i>	23
3. NAJZNAČAJNIJI INSTRUMENTI TRŽIŠTA KAPITALA - AKCIJE.....	26
3. 1. POJAM I KARAKTERISTIKE AKCIJA.....	26
3. 2. VRSTE AKCIJA I NJIHOVE GLAVNE KARAKTERISTIKE	27
3. 3. PRINOSI AKCIJA.....	29
3. 4. PRIMARNO I SEKUNDARNO TRŽIŠTE AKCIJA	30
3. 4. 1. <i>Primarno tržište akcija (Primary Capital Market)</i>	30
3. 4. 2. <i>Sekundarno tržište akcija (Secondary Capital Market)</i>	32
4. METODE KOJE SE KORISTE ZA UTVRĐIVANJE I PREDVIĐANJE BUDUĆEG KRETANJA CENA AKCIJA.....	33
4. 1. GLAVNE METODE ZA UTVRĐIVANJE VREDNOSTI AKCIJA	33
4. 1. 1. <i>Bilansne metode za utvrđivanje vrednosti akcija</i>	33
4. 1. 2. <i>Diskontne metode za utvrđivanje vrednosti akcija</i>	34
4. 2. METODE ZA UTVRĐIVANJE BUDUĆEG KRETANJA CENA AKCIJA: FUNDAMENTALNA I TEHNIČKA ANALIZA	37
4. 2. 1. <i>Fundamentalna analiza</i>	38
4. 2. 2. <i>Tehnička analiza</i>	39
4. 2. 3. <i>Dauova teorija</i>	39
5. ZNAČAJ MARKETINŠKOG ISTRAŽIVANJA ZA USPEŠNOST POSLOVANJA KOMPANIJE I POSTUPAK NJEGOVOG SPROVOĐENJA: PRIMER KOMPANIJE APPLE INC.....	42
5. 1. ZNAČAJ MARKETINŠKOG ISTRAŽIVANJA ZA USPEŠNOST POSLOVANJA KOMPANIJE	42
5. 2. POSTUPAK SPROVOĐENJA MARKETINŠKOG ISTRAŽIVANJA	43
5. 3. ZNAČAJ MARKETINGA I SPROVOĐENJE MARKETINŠKOG ISTRAŽIVANJA: PRIMER KOMPANIJE APPLE INC.	46
5. 3. 1. <i>O kompaniji Apple Inc. i njenim proizvodima</i>	47

5. 3. 2. Značajne karakteristike marketing strategije koju primenjuje kompanija Apple Inc.	48
5. 3. 3. Sprovođenje marketinškog istraživanja u kompaniji Apple Inc.	49
6. STUDIJA SLUČAJA: PRIMENA ODREĐENIH ELEMENATA FINANSIJSKE ANALIZE NA PRIMERU KOMPANIJE APPLE INC.	52
6. 1. GLAVNI FINANSIJSKI IZVEŠTAJI KOJI SLUŽE KAO OSNOVA RACIO ANALIZE	52
6. 2. VERTIKALNA ANALIZA FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA; PRIMER KOMPANIJE APPLE INC.	54
6. 3. HORIZONTALNA ANALIZA FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA; PRIMER KOMPANIJE APPLE INC.	56
6. 4. RACIO ANALIZA FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA	57
6. 4. 1. Pokazatelji likvidnosti: primer kompanije Apple Inc.	57
6. 4. 2. Glavni pokazatelji profitabilnosti i Du Pont sistem analize: primer kompanije Apple Inc.	60
6. 5. ANALIZA PROFITABILNOSTI IZ PERSPEKTIVE INVESTITORA; PRIMER KOMPANIJE APPLE INC.	65
6. 6. PERFORMANSE AKCIJA KOMPANIJE APPLE INC. I TUMAČENJE KRETANJA VODEĆIH BERZANSKIH INDEKSA.	70
ZAKLJUČAK	75
LITERATURA	78

Uvod

Finansijska tržišta predstavljaju transmisioni mehanizam koji kompanijama i drugim privrednim subjektima omogućava da viškove sredstava pozajme onim subjektima privrede, kojima data sredstva nedostaju za obavljanje poslovnih aktivnosti (Jeremić, 2012). Sve dominantniji način transfera sredstava od prve grupacije ka drugoj jeste putem emitovanja hartija od vrednosti od strane kompanija koje imaju potrebu za dodatnim finansiranjem svog poslovanja. U savremenim uslovima su na svetskim tržištima dominantne velike kompanije, koje predstavljaju akcionarska društva i koje dodatna sredstva sve manje pribavljaju putem bankarskih kredita, a sve više putem emitovanja dužničkih ili vlasničkih hartija od vrednosti. Da li će kompanija emitovati obveznice ili akcije, zavisiće od sveopšte situacije na tržištu i visine kamatnih stopa. Ukoliko su kamatne stope niske, kompanijama će se više isplatiti da emituju obveznice kako bi pribavile dodatna sredstva, najčešće za tačno određeni poslovni projekat, čiji se troškovi i vreme trajanja mogu predvideti. S druge strane, ukoliko su kamatne stope visoke i situacija na tržištu povoljna, kompanija će dodatni kapital pribaviti emisijom novih akcija. Čak i u slučaju prezaduženosti, kompanija emisijom akcija može popraviti odnos između sopstvenog i pozajmljenog kapitala (Jeremić, 2012). Pri tome, investitori koji kupuju akcije druge kompanije, postaju i vlasnici dela date kompanije, zbog čega će u njihovom interesu biti da kompanija uspešno posluje. Da bi investitori mogli da sagledaju trenutno stanje kompanije čije akcije poseduju, kao i da bi doneli odluku o tome da li će date akcije zadržati ili prodati, neophodno je da budu dobro upoznati sa konceptima finansijskih tržišta, kao i različitim metodama finansijske analize, što predstavlja glavnu temu master rada.

Nadalje, prodaja ranije emitovanih hartija od vrednosti se vrši na sekundarnom finansijskom tržištu, pri čemu su dva osnovna dela ovog tržišta berze i *OTC (Over The Counter)* tržište, o kojima će biti više reči u ovom radu. Kako bi stekli potpuniju sliku o stanju na ovim tržištima, investitori koriste berzanske indekse, čije dugoročno kretanje predstavlja značajan reper stanja u celokupnoj privredi jedne zemlje. Kako bismo jasnije razumeli primenu tehnika i metoda za procenu i predviđanje vrednosti cena akcija i druge složene koncepte finansijskih tržišta, u radu će na primeru *Apple Inc.* kompanije, koja trenutno predstavlja jednu od najuspešnijih na tržištu SAD-a, biti primenjeni određeni elementi fundamentalne, kao i tehničke analize.

Polazište i predmet istraživanja

Glavni predmet i polazište istraživanja master rada biće svi relevantni aspekti finansijskih tržišta – njegovi glavni delovi, učesnici i instrumenti. Drugi značajan predmet analize će biti akcije, kao najznačajniji instrumenti tržišta kapitala, kao i različiti metodi koji se koriste za procenu vrednosti njihovih cena. Nakon boljeg upoznavanja sa ovim konceptima, kao i sekundarnim finansijskim tržištem na kojem se obavlja promet ranije emitovanih efekata, dalji predmet istraživanja će biti kako investitori koriste i tumače kretanja vodećih berzanskih indeksa pri donošenju odluka o kupovini i prodaji akcija neke kompanije. Takođe će predmet istraživanja biti i proces marketinškog istraživanja, kao i sprovođenje ovog procesa u okviru *Apple Inc.* kompanije. Na kraju će predmet istraživanja biti i primena odgovarajućih elemenata fundamentalne i tehničke analize na primeru *Apple Inc.* kompanije, kako bi se

sagledale njene trenutne poslovne performanse i predvidelo buduće kretanje cena njenih akcija.

Značaj i aktuelnost istraživanja

Jedan od najpoznatijih i najuspešnijih investitora današnjice, *Peter Lynch*, često upozorava da uspešnost nekog investitora, kao i njegova mogućnost da ostvari profit, mnogo više zavise od njegovih sposobnosti da izvrši detaljnu analizu i razume suštinu poslovanja kompanija čije akcije drži u svom portfoliju, nego od same uspešnosti poslovanja kompanija i stabilnosti tržišta (*Lynch i Rothchild*, 2000). Da bi investitor bio sposoban da donese racionalne odluke, neophodno je da bude dobro upoznat sa različitim konceptima finansijskih tržišta, faktorima koji utiču na poslovanje kompanije, a samim tim i na cene akcija, kada je reč o akcionarskim društvima. Shodno tome, značaj ovog istraživanja najviše se ogleda u činjenici da nam ono omogućava da detaljnije sagledamo i jasnije razumemo mnoge bitne tehnike, metode i elemente neophodne za utvrđivanje i praćenje kretanja cena različitih hartija od vrednosti, pre svega akcija. S obzirom na činjenicu da danas gotovo svako može postati učesnik na sekundarnom finansijskom tržištu, na kojem se obavlja trgovina hartijama od vrednosti, kao i da ono neposredno utiče na mogućnosti dodatnog finansiranja kompanija, sve teme obuhvaćene ovim radom su aktuelne i zaslužuju izvesnu pažnju.

Ciljevi i zadaci istraživanja

Glavni cilj master rada jeste razumevanje načina na koji investitori koriste različite tržišne informacije, kao i informacije dobijene na osnovu analize osnovnih finansijskih izveštaja, kako bi doneli odgovarajuću investicionu odluku o kupovini ili prodaji određene akcije. Dodatni zadatak je razumevanje procesa marketinškog istraživanja, čijim sprovođenjem kompanije obezbeđuju brojne korisne informacije o satisfakciji kupaca proizvodima i uslugama koje kompanije pružaju. Još jedan zadatak ovog rada je bliže upoznavanje sa značajnim hartijama od vrednosti –akcijama, elementima sekundarnog finansijskog tržišta na kojem se svakodnevno trguje različitim efektima, kao i glavnim berzanskim indeksima na američkom tržištu, čije dugoročno kretanje može predstavljati značajan reper (*benchmark*) celokupne ekonomije i privrede jedne zemlje.

Hipoteze istraživanja

Glavna hipoteza u okviru master rada može biti formulisana na sledeći način:

- *Formiranje cena akcija podložno je snažnom uticaju velikog broja različitih faktora, zbog čega je teško i složeno uspešno predvideti njihovo buduće kretanje.*

Prilikom vršenja samog istraživanja, javile su se i posebne (pomoćne) hipoteze:

- Kretanje vodećih berzanskih indeksa može pomoći u predviđanju budućeg kretanja cena akcija.
- Uključivanje akcije određene kompanije u neki od vodećih berzanskih indeksa povećava njenu atraktivnost za investitore.
- Akcije kompanije *Apple Inc.* su atraktivne za investitore.

Metode i tehnike istraživanja

Primenjene metode i tehnike su pre svega determinisane samim predmetom istraživanja koje će se vršiti u posmatranom radu. S obzirom na to da predmet ovog istraživanja pripada oblasti ekonomske nauke, na raspolaganju nam stoji veliki broj različitih metoda koje možemo primeniti, a koje mogu biti grupisane na sledeći način:

- Osnovne metode istraživanja (ove metode su univerzalnog karaktera i mogu se primenjivati u svim naukama).
- Opštenaučne metode istraživanja (ove metode su takođe univerzalnog karaktera zbog čega se mogu primenjivati u svim naukama).
- Posebne metode istraživanja (ove metode se mogu primenjivati samo kod određene grupe nauka, kojoj pripada i ekonomija).

Shodno tome, osnovne metode istraživanja koje su korišćene u ovom radu su: analiza (u smislu razlaganja složenog pojma finansijskih tržišta na jednostavnije delove, kao i sekundarnog finansijskog tržišta na njegove glavne delove – berze i vanberzanska tržišta), analogija, klasifikacija i deskripcija različitih finansijskih instrumenata, učesnika, kao i svetskih berzi i berzanskih indeksa. Još neke od korišćenih metoda su: indukcija i dedukcija, kao i metoda dokazivanja, kako bi se utvrdila tačnost određenih tvrdnji. Od opštenaučnih metoda najviše je korišćena istorijsko - komparativna metoda, u smislu praćenja sličnosti, identičnosti ili različitosti neke pojave u nizu posmatranih sukcesivnih vremenskih perioda, što je naručito bilo značajno kod analize finansijskih izveštaja *Apple Inc.* kompanije i praćenja kretanja najznačajnijih racio pokazatelja tokom vremenskog perioda od pet godina (od 2011. do 2015. godine), kao i izvesnih vrednosti koje su ostvarene tokom 2016. godine. Takođe je korišćena i statistička metoda, nakon izračunavanja vrednosti određenih pokazatelja i utvrđivanja njihovih zakonitosti i karakteristika u posmatranim vremenskim intervalima, kako bi se otkrile eventualne uzročno-posledične veze između posmatranih pojava. Kada je reč o posebnim metodama, korišćene su metode prikupljanja podataka, odnosno metoda studije slučaja i analiza sadržaja dokumenata.

Struktura rada

Poštovanjem predmeta, zadataka i ciljeva istraživanja, kao i navedenih hipoteza, došlo se do odgovarajuće strukture rada. Pri tome se vodilo računa da struktura i sadržina rada budu jasno formulisane i pregledne, kako bi mogle da odgovore na sve postavljene zahteve istraživanja. Na osnovu svega navedenog, struktura master rada se sastoji iz 6 glavnih celina, koje ćemo navesti i ukratko objasniti:

1. Finansijska tržišta

U ovom delu rada biće objašnjen pojam finansijskih tržišta, njegovi glavni učesnici, elementi i osnovne podele (klasifikacije).

2. Sekundarno finansijsko tržište

U ovom delu rada ćemo se upoznati sa pojmom berzi, kao i vanberzanskog tržišta i NASDAQ sistema za trgovanje efektima. Zatim će biti više reči o dve glavne berze na američkom tržištu, a to su Njujorška berza (NYSE) i Američka berza (AMEX), kao i o vodećim indeksima na ovim berzama.

3. Najznačajniji instrumenti tržišta kapitala - akcije

U trećem delu rada će biti više reči o pojmu, karakteristikama i vrstama akcija, njihovim prinosima, kao i primarnom i sekundarnom tržištu akcija.

4. Metode koje se koriste za utvrđivanje i predviđanje budućeg kretanja cena akcija

U ovom delu rada biće objašnjeni različiti metodi za vrednovanje cena akcija, kao i tehnike za predviđanje njihovog budućeg kretanja (fundamentalna i tehnička analiza).

5. Značaj marketinškog istraživanja za uspešnost poslovanja kompanije i postupak njegovog sprovođenja: Primer kompanije Apple Inc.

U petom delu rada biće više reči o značaju marketinškog istraživanja, sprovođenju datog procesa od strane *Apple Inc.* kompanije, kao i nekim od glavnih proizvoda ove kompanije, čija prodaja trenutno predstavlja njen glavni izvor prihoda.

6. Studija slučaja: Primena određenih elemenata finansijske analize na primeru kompanije Apple Inc.

U okviru studije slučaja najpre će biće izvršena horizontalna i vertikalna analiza bilansa stanja i bilansa uspeha, nakon čega će biti više reči o glavnim pokazateljima profitabilnosti i likvidnosti, na primeru *Apple Inc. kompanije*. Nakon toga će biti sprovedena i analiza profitabilnosti iz perspektive investitora ove kompanije, a na kraju će biti i više reči o tumačenju kretanja *DJIA* indeksa, što predstavlja sastavni deo tehničke analize.

1. Finansijska tržišta

Finansijska tržišta predstavljaju veoma značajan koncept današnjice, s obzirom na to da je u modernom svetu svaki pojedinac na neki način uključen u njihovo funkcionisanje (Šoškić i Živković, 2009). Shodno tome, u prvom delu master rada ćemo se upoznati najpre sa pojmom i funkcijama finansijskih tržišta, zatim sa njihovim glavnim podelama i klasifikacijama, a na kraju i sa osnovnim instrumentima i učesnicima na finansijskom tržištu.

1. 1. Pojam i suština funkcionisanja finansijskih tržišta

Pojam finansijskih tržišta se može posmatrati u širem i u užem smislu. Najopštije rečeno, finansijska tržišta obuhvataju sve transakcije koje se obavljaju između privrednih subjekata, koji su u jednoj privredi grupisani u određeni broj sektora (domaćinstva, preduzeća, finansijski sektor i državni organi) (Šoškić i Živković, 2009). Pomenute transakcije podrazumevaju prenos finansijskih sredstava od privrednih subjekata sa finansijskim suficitom (viškom sredstava) ka privrednim subjektima sa finansijskim deficitom (manjkom sredstava). Uže posmatrano, pojam finansijskih tržišta podrazumeva organizovano tržište na kojem se trguje finansijskim instrumentima (Šoškić i Živković, 2009). Pod organizovanim tržištem se podrazumeva tačno određeno mesto na kojem dolazi do sučeljavanja tražnje i ponude finansijskih instrumenata, kao i formiranje njihovih odgovarajućih cena, uz poštovanje odgovarajućih strogih pravila i propisa.

Finansijsko tržište predstavlja transmisioni mehanizam putem kojeg kompanije pribavljaju neophodna dodatna novčana sredstva, koji s druge strane investitorima sa viškom sredstava omogućava njihovo adekvatno ukamaćenje i očuvanje od inflacije. Takođe, razvijenost i stabilnost finansijskog tržišta jedne zemlje je pokazatelj razvijenosti njene privrede i uključenosti u međunarodne ekonomske tokove.

Zbog svega navedenog, možemo reći da je osnovna funkcija finansijskih tržišta zapravo adekvatna alokacija kapitala i novca u jednoj privredi. Finansijska tržišta, kao osnovni element finansijskog sistema „određena su finansijskim instrumentima, kao predmetom finansijskih transakcija, i finansijskim institucijama, kao glavnim učesnicima tj. transaktorima na finansijskom tržištu” (Šoškić i Živković, 2009).

1. 2. Glavne vrste (klasifikacije) finansijskih tržišta

Postoji nekoliko uobičajenih klasifikacija finansijskih tržišta, uzimajući u obzir različite kriterijume podele.

Jedna od najznačajnijih podela finansijskih tržišta jeste sa aspekta roka dospeća efekata kojima se na tim tržištima trguje. U tom smislu razlikujemo tržište novca (*Money market*) i tržište kapitala (*Capital market*). O bitnim finansijskim instrumentima na ovim tržištima će biti više reči u narednom odeljku.

Druga značajna klasifikacija vrši se prema tome da li se finansijski instrumenti na tržištu nalaze u prometu prvi put ili ne, tj. da li je učesnik u transakciji i emitent date hartije od vrednosti, ili se radi o preprodaji ranije emitovanog efekta. U ovom smislu razlikujemo primarno (*Primary market*) i sekundarno (*Secondary market*) finansijsko tržište.

Još jedna važna podela je na tržišta dugovnih (*Debt market*) i vlasničkih, odnosno akcijskih instrumenata (*Stock market*). Na tržištu dužničkih instrumenata se vrši promet različitim formama kreditne aktive, pri čemu ova aktiva može biti različite dospelosti i imati različite cene (kamatu). S druge strane, na tržištu vlasničkih instrumenata se trguje različitim vrstama akcija i vrši se korporativno upravljanje preduzećima.

Još neke značajne podele ovih tržišta su (Jeremić, 2012):

- 1) Na **organizovana** i **neorganizovana** finansijska tržišta;
- 2) Na **domaća** i **međunarodna** finansijska tržišta;
- 3) Na **promptna** i **terminska** finansijska tržišta;
- 4) Na **devizna** tržišta (*Foreign Exchange Market – FX Market*);
- 5) Na tržište **derivata**, tj. izvedenih finansijskih instrumenata.

1. 3. Finansijski instrumenti

Sa razvojem finansijskih tržišta, povećale su se prilike koje investitorima stoje na raspolaganju za investiranje. Ono u šta investitori mogu uložiti svoja novčana sredstva predstavlja finansijsku aktivu, odnosno finansijske intrumente.

Finansijski instrumenti mogu se javiti u formi hartija od vrednosti ili proisticati iz kreditnih i depozitnih odnosa. Mogu biti u formi novca, vlasničkih ili dugovnih instrumenata. Hartije od vrednosti predstavljaju zvaničan dokument kojim se jemči isplata određene sume novca, kamate, zarade ili dividende. Pri tome, najznačajniji vlasnički instrument predstavljaju akcije, a dugovni – obveznice.

Postoje različite klasifikacije finansijskih tržišta, pri čemu je najznačajnija podela na tržište kapitala i tržište novca. U tom smislu, možemo posmatrati hartije od vrednosti

na tržištu novca i hartije od vrednosti na tržištu kapitala, imajući u vidu njihov rok dospeća.

Tržište novca (*Money market*) obuhvata dužničke hartije od vrednosti sa rokom dospeća kraćim od jedne godine i ono omogućava održanje likvidnosti poslovanja jer su ove hartije od vrednosti najlikvidnije i imaju nizak rizik ili su bez rizika (Šoškić i Živković, 2009). Zbog toga one predstavljaju najpribližniji supstitut novca i prinos na ove hartije je jednak ili blizak stopi inflacije, tako da investitori ulaganjem u njih samo održavaju realnu vrednost svog kapitala.

U najznačajnije hartije od vrednosti (finansijske instrumente) na tržištu novca spadaju:

1) Kratkoročne državne obveznice (*Treasury bills*)

Kratkoročne državne obveznice ili državni zapisi predstavljaju jednu od najznačajnijih kratkoročnih hartija od vrednosti, mogu imati različite rokove dospeća (13, 26, 52 nedelje) i omogućavaju privremeno finansiranje budžetskih deficita ili refinansiranje državnih obveznica koje su ranije emitovane (Šoškić i Živković, 2009). Razvijenost i reputacija jedne države su garancija da ove hartije imaju nizak ili nikakav stepen rizika od neispunjenja obaveza, pa se one nazivaju i *risk free securities* - hartije od vrednosti bez rizika. Ove obveznice se emituju na mesečnoj bazi.

2) Ugovori o rekupovini (*Repurchase agreements – repos*)

REPO transakcije ili ugovori o reotkupu podrazumevaju situaciju u kojoj jedna ugovorna strana drugoj prodaje određenu hartiju od vrednosti, istovremeno se obavezujući da će datu hartiju otkupiti nazad u predviđenom roku i po unapred utvrđenoj ceni. Zbog ovoga, *REPO* jeste vrsta kredita koja je osigurana dužnikovom hartijom od vrednosti. Sa stanovišta roka dospeća „*REPO* poslovi mogu važiti samo „Preko noći” (*overnight*), a mogu važiti i duže od 30 dana, kada se nazivaju terminskim *REPO* poslovima (*term repos*)” (Šoškić i Živković, 2009).

3) Federalni fondovi (*Federal funds*)

Federalni fondovi su karakteristični za Sjedinjene Američke Države. Predstavljaju obaveznu rezervu koju poslovna banka mora imati na računu kod centralne banke (*Federal Reserve System*) (Šoškić i Živković, 2009). Ove rezerve se mogu kupovati i prodavati između samih poslovnih banaka. Rok zajmova ovih rezervi je najčešće tokom vikenda ili samo jedan dan.

4) Bankarski akcepti (*Banker's acceptances*)

Akcepti banke predstavljaju najstarije instrumente na novčanom tržištu i njima se zajmoprimac obavezuje banci pismenim putem o isplati pozajmljenih sredstava, a banka isplatu sredstava garantuje ostalim investitorima.

5) Komercijalni zapisi (*Commercial papers*)

Komercijalni zapisi predstavljaju kratkoročne hartije od vrednosti, koje emituju kompanije solidnog boniteta, kako bi prikupile finansijska sredstva za finansiranje svog poslovanja i one su zapravo garantovane kreditnim rejtingom emitenta (Šoškić i Živković, 2009).

6) Depozitni certifikati (*Negotiable certificates of deposit – CDs*)

Depozitni certifikati predstavljaju potvrde o depozitu izdate od strane poslovnih banaka ili drugih depozitnih institucija, koji se mogu transferovati trećim licima. Oni se zbog svoje visoke likvidnosti smatraju sigurnim finansijskim instrumentom.

Tržište kapitala (*Capital market*) karakteriše emisija hartija od vrednosti sa rokom dospeća dužim od godinu dana, u cilju finansiranja dugoročnih potreba njihovih emitenata - kompanija, država i lokalnih zajednica (Šoškić i Živković, 2009). Ovde spadaju i dugovni i vlasnički finansijski instrumenti, odnosno sve vrste dugoročnih akcija (vlasničke hartije) i obveznica (dužničke hartije).

U najznačajnije hartije od vrednosti (finansijske instrumente) na tržištu kapitala spadaju:

1) Srednjoročne i dugoročne državne obveznice (*Treasury notes and Treasury bonds*)

Srednjoročne i dugoročne državne obveznice predstavljaju dugovne, likvidne hartije, na osnovu kojih se njihovim imaoima polugodišnje isplaćuju kamatni kuponi. Srednjoročnim obveznicama se smatraju one čiji je rok dospeća od 1 do 7 godina, a dugoročnim one čiji je rok dospeća između 7 i 30 godina, pri čemu pojedine dugoročne državne obveznice mogu biti opozive pre njihovog roka dospeća (*Callable bond*) (Šoškić i Živković, 2009).

2) Obveznice lokalnih državnih organa (*Municipial bonds – munis*)

Obveznice lokalnih državnih organa su one koje izdaju javna preduzeća, gradovi, regioni, okruzi, opštine i njihovi organi, kao i federalne jedinice. Ove obveznice se dele na opšte (izdaju ih organi vlade koji stvaraju poreske prihode), osigurane (od strane adekvatne osiguravajuće agencije, usled lošijeg rejtinga) i ograničene (izdaju ih organi čiji je izbor prihoda iz kojeg će isplatiti svoje dugovanje – ograničen).

3) Korporativne obveznice (*Corporate bonds*)

Korporativne obveznice su likvidni ugovori po osnovu kojih se preduzeća obavezuju imaoima ovih obveznica da će isplatiti ugovorenu kamatu i glavnicu, o predviđenom roku dospeća. Mogu biti kratkoročne sa rokom dospeća do 5 godina, srednjoročne sa rokom dospeća između 5 i 10 godina i dugoročne sa rokom dospeća ponekad i dužim od 20 godina. Razlikuju se one koje su osigurane hipotekom (*Mortgage bond*) i zalogom (*Collateral trust bond*) ili mogu biti neosigurane (*Debenture bond*) (Šoškić i Živković, 2009). Takođe mogu biti izdate sa kuponom (*Coupon bond*) ili bez njega

(*Zero coupon bond*), kao i sa učešćem u profitu preduzeća (*Participating bond*) ili bez istog (Šoškić i Živković, 2009). Danas postoje i *Market Participation Notes*, koje su povezane sa kretanjem određenog berzanskog indeksa.

4) Hipotekarne založnice (*Mortgage-backed securities*)

Hipotekarne založnice su hartije izdate od strane vladinih hipotekarnih agencija, koje otkupivši hipotekarne kredite od banaka, emituju hipotekarne založnice kojima se trguje na sekundarnom tržištu. U Sjedinjenim Američkim državama, najpoznatije hipotekarne agencije su *Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC)* i *Government National Mortgage Association (GNMA)*, a pored ovih, postoje i hipotekarne založnice garantovane od strane privatnih osiguravajućih agencija, ali su one još uvek slabo zastupljene (Šoškić i Živković, 2009).

5) Obične akcije (*Common stock*)

Obične akcije su vlasničke hartije od vrednosti koje njihovim vlasnicima obezbeđuju pravo glasa na skupštini akcionara kao i učešće u likvidacionoj masi nakon izmirenja obaveza kompanije prema njenim poveriocima (Šoškić i Živković, 2009). Investitori po osnovu ovih akcija, kroz dividende (koje mogu biti u novcu, naturi ili akcijama), stiču učešće u profitu date kompanije.

6) Preferencijalne akcije (*Preferred stock*)

Preferencijalna akcija predstavlja hartiju od vrednosti koja je nešto između obične akcije i obveznice. Ova akcija imaocu pruža prednost u odnosu na obične akcionare u smislu isplate dividende, kao i namirivanja iz likvidacione mase kompanije. Imaoci ovih akcija po pravilu nemaju pravo glasa na skupštini akcionara, jer redovno primaju ugovorene dividende, zbog čega su ove hartije od vrednosti manje rizične od običnih akcija (Šoškić i Živković, 2009). Međutim, prinosi po osnovu preferencijalnih akcija su fiksni i zbog toga su uglavnom manji od prinosa koje ostvaruju obični akcionari u uslovima uspešnog poslovanja kompanije.

7) Konvertibilne hartije od vrednosti (*Convertible securities*)

U konvertibilne hartije od vrednosti spadaju preferencijalne akcije i obveznice, koje se mogu konvertovati u obične akcije pod unapred određenim uslovima (Šoškić i Živković, 2009). Kada se jednom konvertuju u obične akcije, ne mogu biti konvertovane nazad, a takođe može biti predviđen i vremenski period u okviru kojeg se može obaviti konverzija (Šoškić i Živković, 2009).

Derivati (*Derivatives*) predstavljaju finansijske instrumente čija vrednost je izvedena iz aktive onih hartija od vrednosti na osnovu kojih su derivati izdati (Šoškić i Živković, 2009). Ovi finansijski instrumenti mogu biti kratkoročni, sa rokom dospeća do jedne godine i dugoročni, sa rokom dospeća dužim od godinu dana.

Najznačajnije vrste derivata su:

1) Opcije (*Options*)

Finansijska opcija predstavlja ugovor na osnovu kojeg vlasnik opcije ima pravo ali ne i obavezu da određenu finansijsku aktivu proda ili kupi, po unapred utvrđenoj ceni i u unapred ugovorenom roku (Šoškić i Živković, 2009). Kod ovih finansijskih instrumenata ne postoji obaveza izvršenja ugovorne obaveze za obe ugovorne strane, zbog čega se oni razlikuju od fjučersa. Razlikujemo tzv. prodajnu ili put opciju (*Put option*), po osnovu koje vlasnik može ali i ne mora da proda određeni finansijski instrument na koji opcija glasi, po unapred određenoj ceni i tokom unapred utvrđenog perioda i tzv. kupovnu ili kol opciju (*Call option*) koja je suprotna put opciji (Šoškić i Živković, 2009).

2) Fjučersi (*Futures*)

Fjučersi se mogu definisati kao ugovori po osnovu kojih se kupac i prodavac obavezuju da će izvršiti trgovinu određene aktive, po unapred utvrđenoj ceni i u određenom budućem vremenskom periodu. Oni predstavljaju visokostandardizovane ugovore, kojima se redovno trguje na svetskim berzama, pri čemu kod ovih finansijskih instrumenata najčešće ne dolazi do stvarne isporuke aktive (robe), već samo do isplate razlike u ceni, tj. „Prebijanja salda” (Šoškić i Živković, 2009).

Pored robnih fjučersa (*Commodity futures*), razlikujemo i finansijske (*Financial futures*), u koje spadaju:

- a) Kamatni fjučersi (*Interest rate futures*);
- b) Fjučersi na tržišne indekse (*Stock Index futures*)
- c) Valutni fjučersi (*Currency futures*)
- d) Fjučersi na hartije od vrednosti (*Security futures*)

3) Forvardi (*Forwards*)

Forvard predstavlja izvedenu hartiju od vrednosti, odnosno ugovor o kupoprodaji određene aktive, po unapred utvrđenoj ceni, pri čemu se isporuka aktive i konačno plaćanje vrše na neki određeni dan u budućnosti (Jeremić, 2012). Za razliku od fjučersa, ovi ugovori uglavnom nisu standardizovani, a njihova realizacija se ugovara bez posrednika, između samog prodavca i kupca.

4) Varanti (*Warrants*)

Varanti su zapravo vrsta opcionog ugovora, slična kol opcijama na akcije (*Call stock options*), po osnovu koje kupac može kupiti određeni broj akcija nekog drugog preduzeća, u okviru utvrđenog roka i po unapred utvrđenoj ceni (Šoškić i Živković, 2009).

5) Svop (Swap)

Svop (na engleskom jeziku *swap*) uglavnom obuhvata aranžmane zamene jedne aktive za drugu. Najzastupljenije vrste svopova su: valutni svopovi (*currency swaps*), robni (*commodity swaps*), akcijski (*equity swaps*), indeksni (*index swaps*) i kamatni svopovi (*interest rate swaps*) (Šoškić i Živković, 2009).

1. 4. Finansijske institucije kao najznačajniji učesnici na finansijskim tržištima

U zavisnosti od poslova koje obavljaju na finansijskom tržištu, svi transaktori (investitori) se zapravo mogu podeliti na finansijske i nefinansijske poslovne subjekte. Nefinansijski subjekti se bave pružanjem nefinansijskih usluga ili proizvodnjom različitih vrsta robe (Šoškić i Živković, 2009). Finansijski subjekti, tj. finansijske institucije, pružaju finansijske usluge i predstavljaju najznačajniju finansijsku instituciju.

Finansijski posrednici se pre svega bave konvertovanjem uloga (aktive) investitora u svoju pasivu (tj. izvore sredstava za obavljanje svog poslovanja). Oni vrše investiranje u zajmove ili hartije od vrednosti, po osnovu kojih stiču prihode, od kojih odbijaju obaveze prema investitorima i na taj način dobijaju čist profit, kao rezultat svog poslovanja, tj. pružene finansijske usluge (Šoškić i Živković, 2009).

Glavna podela finansijskih institucija (posrednika) je na depozitne i nedepozitne.

U depozitne finansijske institucije spadaju (Šoškić i Živković, 2009):

- 1) Komercijalne banke (*Commercial banks*);
- 2) Štedne banke (*Saving banks*);
- 3) Štedno – kreditna udruženja (*Saving and loan associations*);
- 4) Kreditni sindikati (*Credit unions*).

U nedepozitne finansijske institucije spadaju (Šoškić i Živković, 2009):

- 1) Osiguravajuće kompanije (*Insurance companies*);
- 2) Investicioni fondovi (*Investment funds*);
- 3) Finansijske kompanije (*Financial funds*);
- 4) Penzioni fondovi (*Pension funds*).

2. Sekundarno finansijsko tržište

U prvom delu rada je bilo više reči o funkcijama finansijskih tržišta, njihovim glavnim učesnicima i instrumentima. Takođe su bile pomenute njihove različite klasifikacije, pri čemu je jedna od najznačajnijih njihova podela na primarno i sekundarno finansijsko tržište.

Na primarnom finansijskom tržištu se vrši emisija hartija od vrednosti i njihova inicijalna prodaja prvim investitorima od strane emitenata. Na sekundarnom finansijskom tržištu investitori koji poseduju hartije od vrednosti mogu vršiti njihovu dalju prodaju i kupovati hartija od vrednosti od drugih investitora.

Promet ranije emitovanih hartija od vrednosti, koji se odvija na sekundarnim finansijskim tržištima, investitorima obezbeđuje likvidnost, prenos vlasničkih i upravljačkih prava, korporativnu valorizaciju, kao i mobilnost i efikasnu alokaciju kapitala u privredi (Šoškić, 2010). Pri tome, hartije od vrednosti koje su ponuđene od strane emitenata i nabavljene od strane investitora na primarnom finansijskom tržištu „svoj život nastavljaju nezavisno od njihovih emitenata na sekundarnim finansijskim tržištima” (Šoškić, 2010).

Na sekundarnim finansijskim tržištima glavne kupoprodajne posrednike predstavljaju dileri i brokeri. Oni se međusobno razlikuju po tome što brokeri nastupaju kao čisti posrednici (agenti), a dileri obavljaju poslove u svoje ime i za svoj račun (Šoškić, 2010). Pri tome, sekundarna tržišta efekata mogu se podeliti na dva glavna dela i to su berze (*organized exchanges*) i tržište „Preko šaltera” (*OTC – Over The Counter Market*) (Šoškić, 2010). U nastavku će biti više reči o svakom od ovih značajnih delova sekundarnih finansijskih tržišta.

2. 1. Istorijat i pojam berze

U literaturi se često navodi da pojam berze potiče još iz trinaestog veka i da se može vezati za naziv hostela *Huis ter Beurze*, koji se nalazio u Belgijskom gradu Bridž, a u kojem su se brojni trgovci iz cele Evrope svojevremeno okupljali i sklapali poslove (Jeremić, 2012). Međutim „izvesno je da su brojne Evropske zemlje gajile jaku tradiciju trgovanja i pre toga, te se smatra se da su se prve berze pojavile u Antverpenu (1531. godine), Lionu (1546. godine), Kelnu (1553. godine) i Londonu (1566. godine), pri čemu je Londonska berza bila vodeća sve do početka Prvog svetskog rata, nakon čega je ovaj položaj preuzela Njujorška berza” (Jeremić, 2012).

Nakon toga, usled brojnih inovacija i procesa globalizacije, u dvadesetom veku rad berzi biva značajno informaciono i tehnološki unapređen, pre svega zbog pronalaska i korišćenja računara, kao i uvođenja elektronskih sistema trgovanja, što je sve dovelo do nastanka savremenih berzi.

Berze se, u savremenom smislu reči, mogu definisati kao organizovana i strogo regulisana mesta na kojima se vrši trgovina hartijama od vrednosti (pre svega akcijama i obveznicama), između zastupnika njihovih kupaca i prodavaca i to obično u formi aukcije. Pri tome se na pojedinim berzama trguje isključivo akcijama, a na nekim se trguje i korporativnim obveznicama, finansijskim derivatima (opcije i fjučersi na berzanske indekse i finansijske instrumente), kao i robnim derivatima. U ovom radu ćemo se dalje posvetiti glavnim tržištima akcija i obveznica, s obzirom na to da akcije predstavljaju najznačajnije vlasničke, a obveznice najznačajnije dugovne finansijske instrumente.

Neke od berzi koje u savremenom svetu imaju najveći značaj i koje predstavljaju glavna tržišta na kojima se vrši kupoprodaja akcija i obveznica su (Šoškić i Živković, 2009):

- 1) Njujorška berza (*NYSE – New York Stock Exchange*);
- 2) Londonska berza (*London Stock Exchange*);
- 3) *NASDAQ* globalna trgovačka mreža (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*);
- 4) *Euronext*;
- 5) Dojče berza (*Deutsche Börse*) – Frankfurtska berza (*Frankfurter Wertpapierbörse*);
- 6) Tokijska berza (*Tokyo Stock Exchange*);
- 7) Hongkongška berza (*Hong Kong Stock Exchange*).

Berze na tržištu moraju obavljati četiri osnovne funkcije (Jeremić, 2012):

- 1) Informisanje – berze svim učesnicim treba da pruže informacije o hartijama od vrednosti kojima se trguje, kako pre početka trgovanja (u prospektusu) tako i nakon trgovanja (na kursnoj listi).
- 2) Listing – kompanija koja želi da se njenim akcijama, obveznicama ili drugim hartijama od vrednosti trguje na berzi dužna je da objavi prospekt o svom poslovanju u skladu sa propisima berze, kao i da priloži bilanse i ostalu dokumentaciju kojom dokazuje da ispunjava uslove berze na kojoj se listira. Listingom se, dakle, obezbeđuje da emitent ispunjava uslove koje berza propisuje, pri čemu će razvijenije berze propisivati strožije uslove za prijem na listu u pogledu visine kapitala, likvidnosti, broja akcija u slobodnom trgovanju i drugih dodatnih uslova.
- 3) Trgovanje – koje predstavlja proces utvrđivanja tržišne cene na osnovu odnosa ponude i tražnje na tržištu, po osnovu pravila trgovanja.
- 4) Izveštavanje – izveštavanje se vrši nakon završetka kupoprodajnog procesa i odnosi se na izveštavanje o ceni, obimu trgovanja i drugim relevantnim elementima.

2. 2. Berzanski indeksi

Berzanski indeksi se mogu definisati kao instrumenti koji se koriste za analizu istorijskih kretanja koja su se odvijajala na finansijskim tržištima, ali predstavljaju i osnovu za predviđanje i prognoziranje budućih kretanja na tržištu hartija od vrednosti, kao i u celokupnoj privredi i ekonomiji. Pri tome, berzanski indeksi predstavljaju ponderisani prosek cena i obima trgovanja hartijama od vrednosti, pre svega akcijama i obveznicama.

U praksi se najčešće koriste kompozitni indeksi, koji obuhvataju najširu bazu kompanija čijim akcijama se trguje na nekoj berzi i koji se izračunavaju „stavljanjem u odnos ukupne tržišne vrednosti izabranih listiranih kompanija u sadašnjem periodu, sa njihovom tržišnom vrednošću iz baznog perioda” (Jeremić, 2012). Pored kompozitnih, često se koriste i *blue chip* indeksi, koji obuhvataju najkvalitetnije kompanije čijim akcijama se trguje na nekoj berzi. Pri tome, akcije koje ulaze u *blue chip* indeks (*Blue Chip Shares*) obično nose manji rizik a samim tim i niži prinos, s obzirom na to da kompanije koje ih emituju redovno isplaćaju dividende akcionarima i uspešno posluju.

Neki od najpoznatijih berzanskih indeksa su:

- 1) **DJIA** – *Dow Jones Industrial Average* (obuhvata kompanije iz SAD-a);
- 2) **S&P 500** – *Standard & Poor's 500* (Obuhvata kompanije iz SAD-a);
- 3) **FTSE 100** – *Financial Times Stock Exchange 100 Index* (obuhvata kompanije koje su listirane na Londonskoj berzi);
- 4) **DAX 30** - *Deutscher Aktienindex* (obuhvata kompanije koje su listirane na Frankfurtskoj berzi);
- 5) **CAC 40** - *Cotation Assistée en Continu* (obuhvata kompanije koje su listirane na Euronext Paris berzi);
- 6) **Nikkei 225** – obuhvata kompanije čijim akcijama se trguje na Tokijskoj berzi;
- 7) **HSI** – *Hang Seng Index* (obuhvata kompanije čijim se akcijama trguje na Hongkongskoj berzi).

2. 3. Glavne berze u Sjedinjenim Američkim Državama

S obzirom na to da će u okviru studije slučaja biti prikazana praktična primena određenih elemenata fundamentalne i tehničke analize na primeru američke kompanije *Apple Inc.*, čijim akcijama se trguje u okviru *NASDAQ* sistema i koje predstavljaju komponentu *DJIA* i *S&P 500* indeksa, u daljem tekstu će biti više reči o

berzama u Sjedinjenim Američkim Državama, kao i o datim indeksima i tumačenju njihovog kretanja.

Postoje dve glavne nacionalne berze u Sjedinjenim Američkim Državama i to su: Njujorška berza (*NYSE – New York Stock Exchange*) i Američka berza (*AMEX – American Stock Exchange*), koje su locirane u Njujorku, kao i veliki broj regionalnih berzi, smeštenih širom zemlje (Šoškić, 2010). Na *NYSE* se kotiraju akcije velikih i najuspešnijih kompanija, sa značajnom tradicijom poslovanja, zbog čega u odnosu na *AMEX* ona obezbeđuje veću likvidnost, dublje tržište, kao i veći prestiž listiranih akcija (Šoškić, 2010).

Na lokalnim berzama u Sjedinjenim Američkim Državama trguje se hartijama od vrednosti regionalnog i lokalnog značaja, ali i efektima kojima se istovremeno trguje i na centralnoj i na nekoj od lokalnih berzi. Ovo je moguće na osnovu dvostrukog listinga (*dual listing*) ili nelistingovanih trgovačkih prava (*unlisted trading privileges*) akcija na lokalnoj berzi (Šoškić, 2010). Shodno tome, u tabeli 2. 1. možemo sagledati učešće akcija koje se kotiraju na pojedinim berzama (*NYSE*, *AMEX* i regionalnim) u ukupnoj vrednosti akcija kotiranih na svim berzama u Sjedinjenim Američkim Državama (Fischer i Jordan, 1991):

Tabela 2. 1. Učešće akcija kotiranih na pojedinim berzama u ukupnoj vrednosti akcija kotiranih na svim berzama Sjedinjenih Američkih Država.

Berza:	Procentualno učešće:
<i>NYSE</i>	85%
<i>AMEX</i>	3%
Regionalne berze	12%
Ukupno	100%

Izvor: Fischer, D. E. i Jordan, R. J. (1991), str. 21.

Jedan od značajnih pozitivnih efekata, koji se obezbeđuje funkcionisanjem berzi jeste likvidnost kotiranih hartija od vrednosti, koje se mogu jeftino i brzo prodati, što preduzećima omogućava da lako pribave neophodni kapital. Takođe se u okviru berzi kontinuirano ispituje vrednost efekata kojima se trguje, kao i njihovih emitenata. Nadalje, berze omogućavaju alokaciju kapitala u prosperitetnije grane i kompanije, a istovremeno obezbeđuju i „anonimnost transaktora na berzi, čime se dodatno podstiče efikasnost kapitala u privredi neke zemlje” (Šoškić, 2010).

2. 3. 1. Njujorška berza (*NYSE – New York Stock Exchange*)

U literaturi se često navodi da „Njujorška berza (*NYSE*) predstavlja dobrovoljno udruženje (korporaciju), čiji je cilj da obezbedi jednostavno, lako i efikasno trgovanje finansijskim instrumentima” (Šoškić, 2010). Pri tome „berzom rukovodi odbor upravnika (*board of governors*), koji biraju sami članovi berze i koji odlučuje o važnim pitanjima, kao što su: prijem novih članova, predlaganje budžeta berze, kotiranje novih hartija od vrednosti, predlaganje izmena u poslovanju i kontrolisanje rada članova berze” (Šoškić i Živković, 2009).

U okviru *NYSE*, glavni deo gde se odvija promet jeste takozvani „parket” (*floor*), na kojem se nalazi 20 šaltera za trgovanje, pri čemu se na svakom od njih specijalizovano trguje sa nekoliko od 3000 kotiranih akcija, među kojima je oko 400 inostranih (Šoškić i Živković, 2009). U pomenutoj trgovini na „Parketu” mogu učestvovati samo članovi berze „kijih ima 1366 i čiji broj se nije menjao još od 1953. godine” (Šoškić i Živković, 2009).

S obzirom na to da *NYSE* predstavlja najveću svetsku berzu i glavnu centralnu nacionalnu berzu Sjedinjenih Američkih Država, ona ima i strožije uslove listinga kompanija u odnosu na druge berze u svetu i u SAD-u (Šoškić i Živković, 2009):

1) Da bi bila listirana na *NYSE*, kompanija mora imati najmanje 2000 akcionara, koji su u posedu zaokruženih partija akcija (*Round Lots*) – to su normalne jedinice trgovanja hartijama od vrednosti, koje u slučaju *NYSE* moraju sadržati 100 akcija.

Zaokružene partije akcija mogu sadržati i broj akcija koji je deljiv sa 100 bez ostatka (npr. 1200 ili 2400 akcija). Takođe postoje i *round-lot one* partije akcija – koje zapravo sadrže jednu akciju, dok se partije akcija koje sadrže manje od 100 akcija ili broj akcija koji nije deljiv sa 100 nazivaju *odd lots* (Izvor: <http://www.investopedia.com/terms/r/roundlot.asp>);

2) Kompanija mora imati najmanje 1 milion emitovanih akcija koje su javno u posedu najmanje 2000 akcionara.

3) Kompanija godišnje mora ostvarivati najmanje 2.5 miliona *USD* bruto profita.

4) Kompanija takođe mora kontinuirano publikovati svoje finansijske izveštaje i platiti odgovarajuću cenu listinga.

Da bi kompanija zadržala svoj listing na Njujorškoj berzi, ona „mora objavljivati izveštaj o svom ostvarenom prometu na kvartalnom nivou, godišnje mora objavljivati finansijske izveštaje, zatim mora zabraniti trgovinu zaposlenih „na kratko” (*insider short selling*) i dobiti odobrenje od komisije za hareje od vrednosti (*SEC - Securities and Exchange Commission*) za formulare koje šalje svojim akcionarima” (Šoškić, 2010).

2. 3. 2. Američka berza (*AMEX – American Stock Exchange*)

Pomenuli smo da pored Njujorške, Američka berza predstavlja drugu centralnu nacionalnu berzu u Sjedinjenim Američkim Državama na kojoj se obično trguje hartijama od vrednosti koje izdaju manji i mlađi emitenti, zbog čega ona ne propisuje tako stroge uslove listinga kao *NYSE* (Šoškić i Živković, 2009).

U 2008. godini *AMEX* je preuzet od strane *NYSE Euronext*, nakon čega 2009. godine postaje *NYSE Amex Equities* sa sedištem u Njujorku, a danas se na ovoj berzi obavlja

oko 10% ukupne trgovine hartijama od vrednosti u Sjedinjenim Američkim Državama (Izvor: <http://www.investopedia.com/terms/a/amex.asp>).

Na *NYSE Amex Equities* se trguje akcijama, investicionim fondovima, gotovinskim ekvivalentima, a nakon akvizicije *AMEX*-a, *NYSE Euronext* je postalo treće najveće tržište opcija u Sjedinjenim Američkim Državama (Izvor: <http://www.investopedia.com/terms/a/nyse-amex.asp>).

2. 4. Vanberzansko (OTC) tržište i NASDAQ

Ranije smo pomenuli da, pored berzi, drugi značajan deo sekundarnog finansijskog tržišta predstavlja takozvano vanberzansko tržište (*OTC – Over The Counter*). Još jedan značajan način putem kojeg se može vršiti trgovina hartijama od vrednosti jeste korišćenjem *NASDAQ* sistema (*the National Association of Securities Dealers Automated Quotation system*). U daljem tekstu ćemo se upoznati sa ovim konceptima, kao i izvesnim prednostima i nedostacima *OTC* tržišta u odnosu na berzansko tržište.

2. 4. 1. Vanberzansko (OTC) tržište

Čak i pre osnivanja Njujorške i Američke berze u Sjedinjenim Američkim Državama su postojale finansijske institucije (banke, osiguravajuće kompanije, fondovi i sl.), kao i pojedinačni investitori, koji su bili zainteresovani za ulaganje u emitovane hartije od vrednosti i dalju trgovinu efektima. Tada se vrednosnim papirima, baš kao i svakom drugom vrstom robe, „trgovalo na tezgama, odnosno šalterima, te je iz ovakve trgovine vanberzansko tržište dobilo naziv *Over The Counter Market*, što doslovno znači „Tržište preko tezge (šaltera)” ” (Šoškić, 2010).

Danas vanberzansko tržište više ne predstavlja fizičko mesto na kojem se vrši trgovina hartijama od vrednosti. Vanberzansko tržište obuhvata sve hartije od vrednosti koje nisu kotirane na berzama, izvesne vrednosne hartije koje jesu kotirane na berzi, kao i akcije kompanija koje su stekle uslov da budu listirane na berzi, ali su donele odluku da ostanu na *OTC* tržištu u okviru *NASDAQ* sistema (Šoškić, 2010).

Neki od finansijskih instrumenata kojima se trguje na *OTC* tržištu su „obveznice federalne blagajne (*Treasury bills, notes and bonds*), lokalnih organa uprave (*Municipal bonds*), vladinih agencija (*Government agencies*), obične i preferencijalne akcije banaka i slično” (Šoškić, 2010).

Broj različitih hartija od vrednosti kojima se trguje na vanberzanskom (*OTC*) tržištu je znatno veći u odnosu na broj efekata kojima se trguje na berzama, a naručito je izražena prednost ovog tržišta u pogledu prometa i broja različitih obveznica kojima se na njemu trguje. U Sjedinjenim Američkim državama se svega jedna trećina ukupnog prometa akcija obavlja na *OTC* tržištu i „od 1964. godine se za hartije od vrednosti na ovom tržištu zahteva gotovo isto objavljivanje podataka o njihovim emitentima kao i u slučaju na berzi kotiranih efekata” (Šoškić, 2010). Međutim i

pored toga, *insider trading* - promet akcijama kompanija koje su pred bankrotstvom od strane (unutrašnje) informisanih transaktora je znatno zastupljeniji na *OTC* tržištu nego na berzama.

2. 4. 2. *NASDAQ* sistem (*the National Association of Securities Dealers Automated Quotation system*)

NASDAQ predstavlja „kompjuterizovani sistem automatizovanih kotacija, Nacionalnog udruženja dilera hartijama od vrednosti, ustanovljen 1971. godine s ciljem da se omogući automatizovana kotacija hartija od vrednosti na *OTC* tržištu” (Šoškić, 2010). Putem ovog sistema dileri – ondosno brokeri, market mejkeri i kontrolori mogu dobiti neophodne informacije o kotiranim, aktuelnim hartijama od vrednosti, nakon čega telefonskim putem mogu dalje vršiti pregovore o njihovoj ceni i drugim uslovima trgovine.

Međutim, nisu sve hartije od vrednosti *OTC* tržišta uključene u *NASDAQ* sistem, naime, „do 1988. godine više od 5000 efekata sa tržišnom kapitalizacijom od preko 350 milijardi *USD* bile su listirane na *NASDAQ*, pri čemu svaka akcija ima najmanje 2, u proseku 9,4, a neke od akcija imaju i do 40 market mejkera” (Šoškić, 2010).

NASDAQ sistem obezbeđuje tri nivoa pristupa podacima:

Prvi nivo (*Level 1*): Prvi nivo je dostupan registrovanim korisnicima i pruža informacije o najboljoj (najvišoj) ponuđenoj (*bid price*) ceni, kao i o najboljoj (najnižoj) traženoj (*ask price*) ceni hartija od vrednosti unutar samog *NASDAQ* sistema. Međutim, zbog veoma brzih i čestih fluktuacija na tržištu, ove cene nisu zagarantovane (Izvor: <http://www.investopedia.com/exam-guide/finra-series-6/securities-markets/nasdaq-national-association-securities-dealers-automated-quotation-system.asp>).

Drugi nivo (*Level 2*): Drugi nivo pruža uvid brokerima (dilerima) u unutrašnje tržište, kao i kotacije svih ostalih market mejkera i omogućava im da izvrše naloge preko *NASDAQ* sistema (Izvor: <http://www.investopedia.com/exam-guide/finra-series-6/securities-markets/nasdaq-national-association-securities-dealers-automated-quotation-system.asp>).

Treći nivo (*Level 3*): Treći nivo pretplaćenim korisnicima omogućava sve usluge kao i nivoi jedan i dva. Pored toga, treći nivo omogućava market mejkerima da unose, menjaju ili brišu kotacije, kao i veličine kotacija onih akcija u kojima se pravi tržište (Izvor: <http://www.investopedia.com/exam-guide/finra-series-6/securities-markets/nasdaq-national-association-securities-dealers-automated-quotation-system.asp>).

Neke od najznačajnijih kompanija kojima se trguje putem *NASDAQ* sistema su: **Apple Inc.** (*NASDAQ*: *AAPL*), **Microsoft Corp.** (*NASDAQ*: *MSFT*), **Google Inc.** (*NASDAQ*: *GOOG*), **Facebook Inc.** (*NASDAQ*: *FB*) i **Intel Corp.** (*NASDAQ*: *INTC*) (Ausick,

2014). Svih pet kompanija predstavljaju tehnološke gigante čije zbirno učešće na NASDAQ je veoma značajno. U daljem tekstu će biti više reči o performansama *Apple Inc.*, kao zanimljivom primeru kompanije čije akcije ulaze u NASDAQ indeks.

2. 5. Vodeći berzanski indeksi u Sjedinjenim Američkim Državama

U prethodnom tekstu smo objasnili pojam berzanskih indeksa i naveli neke od najznačajnijih. S obzirom na to da će predmet dalje analize biti kompanija *Apple Inc.*, čije akcije čine komponentu *S&P 500* i *DJIA* indeksa, u nastavku rada ćemo reći nešto više o ova dva, za investitore veoma značajna, indeksa.

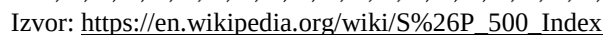
2. 5. 1. *S&P 500* indeks (*Standard & Poor's index*)

***S&P 500* indeks (*Standard & Poor's index*)** predstavlja indeks koji obuhvata akcije 500 vodećih kompanija u Sjedinjenim Američkim Državama. Ovaj indeks se dobija „stavljanjem u odnos tekuće tržišne vrednosti (tržišne kapitalizacije) 500 vodećih kompanija i njihove tržišne vrednosti u baznom periodu” (Jeremić, 2012). *S&P 500* je zapravo indeks ponderisane tržišne kapitalizacije, koji se koristi kao glavni reper (standard) na američkom tržištu akcija i on oslikava performanse kompanija sa velikom tržišnom kapitalizacijom (većom od pet milijardi američkih dolara).

S&P 500 indeks obuhvata četiri podindeksa i to su (Jeremić, 2012):

- 1) *S&P 500* indeks industrijskih kompanija (*S&P 500 Industrials*);
- 2) *S&P 500* indeks transportnih kompanija (*S&P 500 Transportation index*);
- 3) *S&P 500* indeks kompanija iz sektora usluga (*S&P 500 Utilities index*);
- 4) *S&P 500* indeks kompanija iz finansijskog sektora (*S&P 500 Financials index*).

S&P 500 (1950-2016)



Berzanski proseci se dobijaju „sabiranjem cena akcija odabranih kompanija i deljenjem ovog zbira brojem akcija koje su uključene u berzanski prosek, a najpoznatiji od njih je upravo *DJA (Dow Jones Average)* prosek” (Jeremić, 2012).

22

Tabela 2. 2. Prvih 11 akcija koje su bile uključene u Dauov prosek (3. jul 1884. godine).

Akcije:	Sektor:
1. <i>Chicago & North Western</i>	Transport
2. <i>Delaware, Lackawanna & Western</i>	Transport
3. <i>Lake Shore</i>	Transport
4. <i>Louisville & Nashville</i>	Transport
5. <i>Missouri Pacific</i>	Transport
6. <i>New York Central</i>	Transport
7. <i>Northern Pacific preferred</i>	Transport
8. <i>Pacific Mail Steamship</i>	Industrija
9. <i>St. Paul</i>	Transport
10. <i>Union Pacific</i>	Transport
11. <i>Western Union</i>	Industrija
Dow Average: $69,93 \times (769,23/11)$	

Izvor: Stillman, R. J. (1986). *Dow Jones Industrial Average: History and role in an investment strategy*, strana 5.

Danas, sa razvojem privrede, industrije, različitih industrijskih sektora i grana, javila se potreba za izračunavanjem različitih *Dow Jones* proseka, od kojih su najznačajniji:

- 1) **DJIA** – *Dow Jones Industrial Average* (indikator za industrijski sektor);
- 2) **DJTA** – *Dow Jones Transportation Average* (indikator za sektor transporta);
- 3) **DJUA** – *Dow Jones Utility Average* (indikator za sektor usluga).

Od prethodno navedena tri berzanska proseka najznačajniji i najviše korišćeni jeste **DJIA** (*Dow Jones Industrial Average*) indeks. S obzirom na to da kompanija *Apple Inc.*, koja je predmet naše dalje analize, pripada industriji potrošačke elektronike i predstavlja komponentu **DJIA** indeksa, u daljem tekstu ćemo reći nešto više o njegovom nastanku, strukturi i značaju koji praćenje kretanja ovog indeksa ima za investitore.

2. 5. 3. **DJIA (Dow Jones Industrial Average) indeks**

U proleće 1896. godine Dau je objavio prvu listu akcija isključivo industrijskih kompanija, međutim *Dow Jones Industrial Average* indeks je počeo redovno da se objavljuje u *The Wall Street Journal* tek 7. oktobra 1896. godine (Stillman, 1986).

S obzirom na to da je u to vreme Dau pred sobom imao limitiran izbor kompanija iz sektora industrije, njegov indeks je sadržao akcije svega 12 kompanija iz ovog sektora u Sjedinjenim Američkim Državama. Jedina kompanija sa ove liste čija akcija je ostala uključena u **DJIA** indeks i u 2016. godini jeste *General Electric*. U tabeli 2. 3. navedeni su nazivi pomenutih 12 kompanija, kao i inicijalni *Dow Jones Industrials* indeks u oktobru 1896. godine.

Tabela 2. 3. Prvih 12 akcija koje su bile uključene u *Dow Jones Industrials* indeks (7. oktobar 1896. godine).

Akcije:
1) American Cotton Oil
2) American Spirits Manufacturing
3) American Sugar
4) American Tobacco
5) Chicago Gas
6) General Electric
7) Laclede Gas
8) National Lead
9) Tennessee Coal & Iron
10) U. S. Cordage preferred
11) U. S. Leather preferred
12) U. S. Rubber
DJIA:
$35,30 \times (423,60/12)$

Izvor: Stillman, R. J. (1986). *Dow Jones Industrial Average: History and role in an investment strategy*, strana 42.

Danas *DJIA* indeks predstavlja cenovno ponderisani prosek 30 najznačajnijih akcija kojima se trguje na *NYSE* i *NASDAQ*, što znači da akcije sa višom cenom dobijaju veće pondere u odnosu na akcije sa nižom cenom. S obzirom na to da *DJIA* obuhvata akcije samo 30 kompanija, ovaj indeks je nešto manje pouzdan u odnosu na *S&P 500* indeks, koji obuhvata akcije 500 najrazvijenijih kompanija na tržištu Sjedinjenih Američkih Država. I pored toga, praćenje kretanja ovog indeksa je veoma značajno za sve investitore jer pruža sliku relevantnih dešavanja na berzama i američkom tržištu.

Na slici 2. 2. možemo videti 30 kompanija na osnovu čijih akcija se danas obračunava *DJIA* indeks. Pri tome, sve ove kompanije se nazivaju *blue chip* i predstavljaju najbolje kompanije na svetskim berzama (Jeremić, 2012). U strukturi samog indeksa preovlađuju kompanije čijim akcijama se trguje na Njujorškoj berzi, međutim nekoliko akcija (uključujući i *Apple Inc.*) pripadaju kompanijama koje koriste ranije pomenuti *NASDAQ* sistem trgovanja hartijama od vrednosti.

Slika 2. 2. Prikaz kompanija čije akcije su uključene u *DJIA* indeks, uključujući sekundarno tržište na kojem se trguje ovim akcijama, njihov simbol i datum dodavanja.

Dow Jones Industrial Average Companies More than 120 companies have been Dow components since its creation in 1896. These are the 30 blue chip stocks currently on the DJIA.			
Company	Exchange	Symbol	Date Added
3M	NYSE	MMM	8/9/1976
American Express	NYSE	AXP	8/30/1982
Apple	NASDAQ	AAPL	3/18/2015
Boeing	NYSE	BA	3/12/1987
Caterpillar	NYSE	CAT	5/6/1991
Chevron	NYSE	CVX	2/19/2008
Cisco Systems	NASDAQ	CSCO	6/8/2009
Coca-Cola	NYSE	KO	3/12/1987
DuPont	NYSE	DD	11/20/1935
ExxonMobil	NYSE	XOM	10/1/1928
General Electric	NYSE	GE	11/7/1907
Goldman Sachs	NYSE	GS	9/20/2013
The Home Depot	NYSE	HD	11/1/1999
Intel	NASDAQ	INTC	11/1/1999
IBM	NYSE	IBM	6/29/1976
Johnson & Johnson	NYSE	JNJ	3/17/1997
JPMorgan Chase	NYSE	JPM	5/6/1991
McDonald's	NYSE	MCD	10/30/1985
Merck	NYSE	MRK	6/29/1979
Microsoft	NASDAQ	MSFT	11/1/1999
Nike	NYSE	NKE	9/20/2013
Pfizer	NYSE	PFE	4/8/2004
Procter & Gamble	NYSE	PG	5/26/1932
Travelers	NYSE	TRV	6/8/2009
UnitedHealth Group	NYSE	UNH	9/24/2012
United Technologies	NYSE	UTX	3/14/1939
Verizon	NYSE	VZ	4/8/2004
Visa	NYSE	V	9/20/2004
Wal-Mart	NYSE	WMT	3/17/1997
Walt Disney	NYSE	DIS	5/6/1991

Sources: Money Morning Staff Research

Izvor: http://moneymorning.com/wp-content/blogs.dir/1/files/2015/04/0415_DJI_Chart.png?4210df

DJIA indeks ima višestruki značaj u investicionoj strategiji, koji se ogleda u sledećem (Stillman, 1986):

- 1) Praćenje pozicije *DJIA* indeksa na tržištu u poređenju sa drugim često korišćenim indikatorima;
- 2) Dauova teorija, koja koristi *DJIA* indeks kao alat za predviđanje budućeg kretanja cena akcija.
- 3) Koncept upravljanja novcem, koji omogućava donošenje odluka uz korišćenje *Dow Industrials* indeksa u okviru investicione strategije.

3. Najznačajniji instrumenti tržišta kapitala - akcije

Imajući u vidu dominantnu ulogu velikih kompanija na svetskim tržištima, kao i sve zastupljenije finansiranje akcionarskih društava emisijom novih akcija, u ovom delu rada ćemo se upoznati sa pojmom, vrstama i glavnim karakteristikama akcija, kao jednim od najznačajnijih finansijskih instrumenata na tržištu kapitala.

3. 1. Pojam i karakteristike akcija

Akcije, kao vlasničke hartije od vrednosti, se na britansko-engleskom govornom području označavaju kao „**Shares**” a na američko-engleskom govornom području kao „**Stocks**”. One predstavljaju finansijske instrumente putem kojih se formiraju vlasnički odnosi između izvesnih korporacija i njihovih vlasnika.

Akcionarska društva (A.D.) su se prvi put pojavila još u šesnaestom i sedamnaestom veku. Ona su osnovana u cilju otklanjanja ograničenja prilikom prikupljanja neophodnih novčanih sredstava (kapitala) za veće poslovne poduhvate, kao i radi minimiziranja rizika i ostvarivanja viših profita, u odnosu na ostale oblike pravnih i fizičkih lica, kao što su preduzetnici, ortačka društva i društva sa ograničenom odgovornošću (D.O.O.). Kod akcionarskih društava, kapital je podeljen na akcije, koje preduzeću omogućavaju da pribavi kapital iz eksternih izvora.

Akcija emitentu (korporaciji) omogućava znatno lakše pribavljanje kapitala. To može biti putem zaduživanja – s obzirom na to da akcionarska društva imaju veći kredibilitet u odnosu na ostale oblike društava, ili putem povećanja vlasničkog kapitala – što se postiže prodajom akcija.

S druge strane, po osnovu akcija, kupac (investitor) ostvaruje prihode u vidu dividendi i kapitalnog dobitka. Dividenda predstavlja prinos na kapital koji je investitor uložio u korporaciju i isplaćuje se iz profita te korporacije, koji ostaje nakon plaćanja poreza. A kapitalni dobitak je prihod koji se ostvaruje kao razlika između prodajne i kupovne cene akcije.

Akcionarska društva vlasnicima omogućavaju izvesne prednosti u odnosu na druge oblike organizacije preduzeća. Najpre, vlasnik akcija ima ograničenu odgovornost za probleme u poslovanju preduzeća, srazmerno svom učešću u kapitalu. To znači da je najviši iznos koji vlasnici mogu izgubiti u slučaju neuspešnog poslovanja – vrednost sopstvenih akcija.

Kao drugo, akcija je visoko likvidan instrument i akcionari njenom prodajom na tržištu kapitala lako mogu da napuste korporaciju u bilo kom trenutku. A ovo znači i da zainteresovani investitori lakše mogu da pristupe određenoj korporaciji. Ovo nije slučaj sa ortačkim društvom ili društvom sa ograničenom odgovornošću.

3. 2. Vrste akcija i njihove glavne karakteristike

Postoje dve osnovne vrste akcija. To su:

- 1) Obična akcija (*Common stock, Ordinary Share*);
- 2) Prioritetna ili preferencijalna akcija (*Preferred stock, Preference share*).

1) Obične akcije se nazivaju i osnivačke, jer korporacija nastaje i nastavlja da posluje na osnovu emitovanja ovih akcija. S obzirom na to da akcija predstavlja deo kapitala izvesne kompanije, koji se nalazi u vlasništvu pojedinca (akcionara, investitora), ona mu obezbeđuje i izvesna prava, srazmerno njegovom učešću u kapitalu.

Po osnovu običnih akcija investitori (vlasnici akcija) imaju tri grupe prava (Šoškić i Živković, 2009):

a) Pravo na prinos:

U slučaju običnih akcija ovo pravo se zapravo odnosi na pravo učešća u raspodeli ostvarene dobiti, ostvarene od strane kompanije u čijem kapitalu akcionar ima učešće. Ova dobit predstavlja dividendu, koja neće biti jednaka ostvarenom profitu korporacije. Vlasnici običnih akcija dividendu dobijaju tek nakon vlasnika prioritetnih akcija. Ukoliko preduzeće neuspešno posluje, odnosno ostvaruje gubitke, vlasnici običnih akcija ostaće bez dividendi. U određenim slučajevima, preduzeće koje je ostvarilo profit neće isplatiti dividende, ukoliko akcionari donesu odluku da reinvestiraju ostvarenu dobit, kako bi dodatno unapredili buduće poslovanje kompanije. Problem kod dividendi po osnovu običnih akcija je u tome što one nisu fiksne i njihovi iznosi nisu lako predvidivi, već su usko povezani sa uspešnošću poslovanja preduzeća i drugim faktorima, zbog čega „obična akcija jeste najrizičnija od svih vrsta akcija” (Šoškić i Živković, 2009).

b) Pravo na upravljanje:

Drugo značajno pravo koje obezbeđuju obične akcije jeste pravo na upravljanje. U okviru akcionarskih društava ovo pravo se smatra relativnim upravljačkim pravom. Ovo zbog toga što će pravo pojedinačnog akcionara biti uslovljeno i zavisiti ne samo od broja akcija koje akcionar poseduje, već i od ukupnog broja akcija emitovanih od strane korporacije. Na ovaj način, sama kompanija može značajno promeniti položaj nekog akcionara, kako emisijom novih, tako i otkupom sopstvenih akcija.

Svoje pravo upravljanja vlasnik akcije ostvaruje glasanjem na skupštini akcionara. Pri tome se razlikuju kumulativno glasanje (*Cumulative Voting*) i obično glasanje (*Ordinary Voting*). Kod kumulativnog glasanja, vlasnik akcije svoje glasove može i ne mora raspodeliti na više alternativa, dok kod uobičajenog sve svoje glasove mora usmeriti samo na jednu alternativu.

Kada je reč o manjinskim akcionarima, oni svoje pravo upravljanja mogu ostvariti putem zastupnika, koji mogu pripadati datoj kompaniji ili ne. Pri tome se na osnovu odgovarajućeg ugovora zastupnici obavezuju da će poštovati interese akcionara.

c) Pravo na slobodno raspolaganje, koje uključuje i pravo na slobodan promet:

Pošto akcija predstavlja vlasnički udeo u kapitalu određenog preduzeća, kao takva, ona vlasniku akcije obezbeđuje i pravo slobodnog raspolaganja. U slučaju otvorenog akcionarskog društva (*PLC – Public Limited Company*) akcije se mogu slobodno prenositi, bez ograničenja ili saglasnosti trećeg lica. U slučaju zatvorenih akcionarskih društava (*LTD – Private Limited Company*) akcije se ne mogu slobodno prenositi na druga lica, već je za njihov prenos potrebna saglasnost samog emitenta, odnosno kompanije.

2) Prioritetne ili preferencijalne akcije predstavljaju modifikovani oblik običnih akcija. One sadrže pojedina prava kao i obične akcije, ali se po izvesnim stavkama bitno razlikuju od njih. Pre svega, za razliku od običnih akcija, po osnovu kojih se ostvaruju promenljive dividende, kod preferencijalnih akcija se ostvaruju fiksne dividende (Šoškić i Živković, 2009). Zbog toga preferencijalne akcije predstavljaju haritije sa fiksnim prinosom i po tome su slične obveznicama. Dividende po osnovu prioriternih akcija su unapred određene i mogu biti izražene relativno (kao procenat nominalne vrednosti akcije) ili u apsolutnom iznosu.

Pošto se dividende na prioritetne akcije isplaćuju pre dividendi običnim akcionarima, a u slučaju likvidacije (stečaja) emitenta, vlasnici prioriternih akcija takođe bivaju isplaćeni pre običnih akcionara, jasno je da prioritetne akcije za investitora imaju znatno niži rizik od običnih. Još jedna razlika je što prioritetne akcije ne daju upravljačka prava akcionaru. Investitorova averzija prema riziku će biti ključna prilikom njegovog odlučivanja da li da investira u običnu ili prioritetnu akciju, a izbor će se svesti na to da li on želi akciju sa varijabilnim ili fiksnim prinosom.

Za razliku od običnih akcija, postoji više varijabiliteta prioriternih akcija (Šoškić i Živković, 2009):

1) Konvertibilne prioritetne akcije (*Convertible Preferred Stock*) predstavljaju preferencijalne akcije koje akcionaru daju pravo da konvertuje određeni broj preferencijalnih u obične akcije i to pod unapred predviđenim uslovima i u unapred utvrđenom vremenskom periodu.

2) Participativne preferencijalne akcije (*Participating Preferred Stock*) akcionaru omogućavaju da pored fiksne dividende ostvari i dodatan varijabilni prinos, koji će zavisiti od ostvarenog neto profita nakon oporezivanja.

3) Opozive preferencijalne akcije (*Callable Preferred Stock*) su akcije koje sadrže klauzulu opozivosti, po osnovu koje emitent može opozvati izdate akcije, ukoliko je to u njegovom interesu.

4) Kumulativne preferencijalne akcije (*Cumulative Preferred Stock*) garantuju da će akcionarima biti isplaćene sadašnje ali i eventualno zaostale kumulirane dividende, kada se steknu adekvatni uslovi za njihovu isplatu. Kod ovih akcija je rizik neisplate dividendi veoma nizak.

5) Nekumulativne preferencijalne akcije (*Non-cumulative Preferred Stock*) su rizičnije od kumulativnih preferencijalnih akcija, jer u slučaju da izostane deklarirani profit nakon oporezivanja, dividende neće biti isplaćene akcionarima.

3. 3. Prinosi akcija

Prinosi akcija mogu se javiti u dva oblika, a to su: kapitalna dobit i dividenda.

Kapitalna dobit se dobija kao razlika između završne (prodajne) cene akcije i početne (kupovne) cene akcije. Dividenda predstavlja „deo neto profita kompanije nakon oporezivanja koji će biti isplaćen akcionarima” (Šoškić i Živković, 2009). Napomenuto je da će u slučaju običnih akcija dividenda predstavljati varijabilan prinos, ovo zbog toga što su svi faktori koji utiču na njenu visinu promenljivi sa protokom vremena. Dividenda će najčešće biti isplaćena u novcu (gotovini), što naručito važi za kompanije koje se kotiraju na Njujorškoj berzi (*NYSE – New York Stock Exchange*). U izvesnim situacijama, dividende mogu biti isplaćene u akcijama, što je karakteristično za manje ili brzorastuće kompanije čijim se akcijama trguje u okviru *NASDAQ* sistema.

Uobičajeno, dividende će se kvartalno isplaćivati. U proceduri obračuna i isplate dividendi postoje četiri značajna datuma (Šoškić i Živković, 2009):

- 1) Datum objavljivanja dividende (*Declaration date*): trenutak kada upravni odbor objavljuje da li se dividenda isplaćuje ili ne, njihov iznos i datum isplate;
- 2) Datum evidentiranja (*Record date*): poslednji rok do kog se akcionari mogu evidentirati za predstojeću isplatu dividendi;
- 3) Period u kojem se ne obračunava dividenda i koji traje četiri radna dana pre samog datuma evidentiranja (*Ex dividend date*);
- 4) Datum isplate (*Payment date*): koji obično pada dve nedelje posle datuma evidentiranja u kom periodu je emitent dužan da izvrši transfer novca registrovanom akcionaru.

Po pravilu, kapitalna dobit i dividenda se kreću u suprotnom smeru, što znači da će akcije razvijenih kompanija donositi bilo visoku kapitalnu dobit i nisku dividendu ili nisku kapitalnu dobit i visoke dividende. Postoje dva glavna uzroka ovakvog njihovog kretanja. Prvi je politika dividendi, koja se odnosi na izbor između toga da li najveći deo ostvarenog neto profita isplatiti akcionarima u vidu dividendi, a preostali deo reinvestirati, ili pak veći iznos reinvestirati – što će rezultirati povećanjem tržišne vrednosti kompanije, pa samim tim i kapitalnog dobitka.

Uspešnost ulaganja nekog investitora zavisice od stope rasta prinosa na datu investiciju u posmatranom vremenskom periodu. U tom smislu, značajan pokazatelj uspešnosti neke investicije jeste Prinos u periodu investiranja (*HPR – Holding Period Return*), koji će zavisiti od visine ostvarenih novčanih dividendi, kao i promene

vrednosti cene akcija (kapitalnog dobitka), pri čemu se ovaj pokazatelj može obračunati po sledećoj formuli (Bodie i dr., 2009):

$$HPR = \frac{(\text{završna cena} - \text{početna cena} + \text{gotovinske dividende})}{\text{početna cena}} = \frac{\text{kapitalna dobit} + \text{dividenda}}{\text{početna cena}}$$

Ukoliko je pak potrebno odrediti prinos investitora u više vremesnkih perioda, onda je obračunavanje HPR prinosa složenije.

Najpre se može koristiti aritmetička sredina (*arithmetic mean*), koja se dobija kada se zbir kvartalnih prinosa podeli brojem kvartala. Recimo da posmatramo ostvarene prinose u n kvartala, onda je aritmetička sredina (AM):

$$AM = \frac{(\text{prinos prvog perioda} + \dots + \text{prinos n-tog perioda})}{n}$$

Takođe se može koristiti i geometrijska sredina (*geometric mean*), kada primenjujemo sledeću formulu, gde su r_1 , r_2 , r_3 i r_4 ostvareni kvartalni prinosi u periodu investiranja (izraženi u procentima), a r_g – geometrijska sredina kvartalnih prinosa.

$$r_g = ((1 + r_1) * (1 + r_2) * (1 + r_3) * (1 + r_4))^{1/4} - 1.$$

3. 4. Primarno i sekundarno tržište akcija

Ranije smo pomenuli značajnu podelu finansijskog tržišta na primarno i sekundarno. Pri tome smo napomenuli da se na primarnom finansijskom tržištu vrši prvobitno emitovanje hartija od vrednosti, dok se na sekundarnom vrši njihova dalja kupovina ili prodaja. S obzirom na to da su glavni predmet naše analize akcije, u nastavku ćemo reći nešto više o primarnom i sekundarnom tržištu akcija.

3. 4. 1. Primarno tržište akcija (*Primary Capital Market*)

Primarno tržište akcija predstavlja tržište na kojem se emituju hartije od vrednosti radi prikupljanja kapitala koji je potreban kompanijama, državi i ostalim ekonomskim subjektima. Ovo tržište karakteriše veoma visok rizik, a njegovi učesnici vrše mobilizaciju kapitala putem izdavanja dugoročnih finansijskih instrumenata. Ovde se trgovina hartijama od vrednosti retko vrši direktno, a najčešće putem institucionalnih investitora.

Inicijalna javna ponuda akcija (*IPO – Initial public offering, stock market launch*) predstavlja prvu (inicijalnu) prodaju akcija javnosti, od strane prvobitno privatne kompanije. Ona omogućava da se oblici preduzeća kao što su ortačko društvo,

komanditno društvo i društvo sa ograničenom odgovornošću zapravo pretvore u akcionarska društva. Prva javna ponuda akcija je karakteristična za mlade i manje kompanije, koje emisijom akcija žele da prikupe neophodan kapital kako bi se dalje razvijale i proširile, ali može biti preduzeta i od strane većih, privatnih kompanija, koje žele da postanu otvorena akcionarska društva.

Akcije otvorenih akcionarskih društava predstavljaju veoma likvidnu formu kapitala, zbog svoje lake utrivosti. Pri tome, plasman emisije akcija predstavlja jednu od najzahtevnijih operacija na primarnom finansijskom tržištu. Jedan od glavnih rizika prikupljanja kapitala ovim putem je što emisija kao i kotiranje akcija na berzi zahteva i podrazumeva objavljivanje svih relevantnih informacija o poslovanju date kompanije, tržišnim učešćima, strukturi kapitala, strukturi njene uprave i sl. Time dolazi do obelodanjivanja određenih informacija, koje mogu biti iskorišćene kako bi se naudilo datom preduzeću, zbog čega je ono u tom smislu izloženo mnogo većim rizicima nego privatna preduzeća. Još neki od rizika su i pritisci investitora, kao i rizik preuzimanja datog preduzeća kupovinom većinskog broja njegovih akcija od strane konkurenta. Još jedan problem vezan za prvobitnu emisiju akcija jeste što se tada akcije datog preduzeća prvi put kotiraju na berzi, pa je teško predvideti tražnju za njima, kao i odrediti njihovu cenu.

Kada je reč o javnom plasmanu emisije akcija, akcije će biti plasirane velikom broju različitih investitora, zbog čega će biti neophodno prisustvo finansijskih posrednika, obično investicionih banaka (Šoškić i Živković, 2009). Investicione banke se javljaju u ulozi principala, jer one u svoje ime a za račun emitenta vrše prodaju emisije akcija investitorima i garantuju uspešnost emisije. One takođe na sebe preuzimaju rizik da će akcije prodati po utvrđenoj ceni, kao i da će snositi potencijalne gubitke ukoliko to ne uspeju da učine.

Banke će neretko ovaj rizik podeliti sa drugim investicionim bankama, na osnovu čega se njihovim ugovorom formira konzorcijum banaka, a banka gestor će upravljati celim poslom prodaje emisije.

Ukoliko se emisija akcija prodaje ograničenom broju institucionalnih investitora, reč je o privatnom plasmanu (*Private Placement*). U ovom slučaju, banka se javlja u ulozi agenta, što znači da deluje u ime i za račun emitenta, za šta dobija odgovarajuću proviziju. Usled ovakve prodaje, povećava se koncentracija vlasništva, a samim tim i kontrola preduzeća od strane izvesnog broja investitora koji imaju većinsko učešće i koji žele da zadrže kupljene akcije. Takođe, privatni plasman povećava cenu akcija za otprilike 4,5%, dok je javni plasman obično smanjuje za 3% (Šoškić i Živković, 2009).

Za razliku od javnog plasmana, gde rizik neuspešnosti emisije snosi investiciona banka, u slučaju privatnog plasmana, ovaj rizik u potpunosti snosi sam emitent. Takođe, radi poštovanja prava preče kupovine (*Preemptive Right*), akcije najpre mogu biti ponuđene postojećim akcionarima, kako bi se sprečila mogućnost smanjivanja njihovog učešća.

3. 4. 2. Sekundarno tržište akcija (*Secondary Capital Market*)

Sekundarno tržište akcija predstavlja skup finansijskih organizacija, institucija, kao i postupaka i procedura kojima se vrše prodaja i kupovina hartija od vrednosti, čime se određuje njihova ponuda, tražnja i cena (Šoškić i Živković, 2009). Dakle, na primarnom tržištu se vrši emisija, a na sekundarnom trgovina hartijama od vrednosti, pri čemu su ova dva tržišta uzajamno povezana i međusobno zavisna. Glavna uloga sekundarnog tržišta jeste obezbeđivanje uslova za održanje i unapređenje likvidnosti, kao i za kreiranje fer cena akcija. Još jedna funkcija sekundarnog tržišta jeste obezbeđivanje relevantnih informacija za investitore, kako bi se zaštitili njihovi interesi.

4. Metode koje se koriste za utvrđivanje i predviđanje budućeg kretanja cena akcija

Nakon bližeg objašnjenja pojma akcija i njihovih glavnih karakteristika, kao i vodećih berzanskih indeksa, u daljem tekstu ćemo se posvetiti glavnim tehnikama i metodama za utvrđivanje, kao i predviđanje budućeg kretanja njihovih vrednosti.

4. 1. Glavne metode za utvrđivanje vrednosti akcija

Svaka akcija može i ne mora imati nominalnu vrednost (*Nominal Value*). Nominalna vrednost predstavlja „prvobitno planiranu i procenjenu vrednost po kojoj se akcija prvi put emituje na tržištu, odnosno koja se upisuje na akciju prilikom njene inicijalne emisije” (Šoškić i Živković, 2009).

Postoje dve osnovne grupe metoda za procenjivanje vrednosti akcija i to su:

- 1) Bilansne metode;
- 2) Diskontne metode.

4. 1. 1. Bilansne metode za utvrđivanje vrednosti akcija

1) Knjigovodstvena vrednost akcije

Jedna od glavnih bilansnih metoda za valorizaciju akcija jeste utvrđivanje njene knjigovodstvene vrednosti, koja se dobija kao odnos neto vrednosti preduzeća i broja emitovanih običnih akcija. Osnovu za utvrđivanje knjigovodstvene vrednosti predstavlja bilans stanja preduzeća, a neto vrednost predstavlja razliku između aktive i obaveza. Knjigovodstvena vrednost zapravo pokazuje trajne izvore sredstava alocirane na pojedinačne akcije. Glavni nedostatak knjigovodstvene vrednosti akcije je to što se „utvrđuje na osnovu bilansa, koji se zasniva na prošlim (ostvarenim) rezultatima poslovanja, pri čemu je utvrđivanje ove vrednosti uslovljeno poštovanjem i primenom brojnih računovodstvenih principa” (Šoškić i Živković, 2009). Za razliku od toga, tržišna cena obuhvata i očekivane rezultate, pa će obično biti viša od knjigovodstvene cene. U slučaju izuzetno lošeg poslovanja kompanije, tržišna cena pak može biti niža od knjigovodstvene, zbog čega knjigovodstvena vrednost ne može predstavljati pouzdanu donju granicu ispod koje tržišna cena akcije ne može pasti.

2) Likvidaciona vrednost akcije

Mnogo pouzdanija mera za određivanje donje granice tržišne cene akcija jeste likvidaciona vrednost firme po običnoj akciji. Pri čemu likvidaciona vrednost predstavlja dobit ostvarenu prodajom aktive preduzeća, koja je umanjena za otplatu duga. Dakle, ovde se pretpostavlja prestanak poslovanja preduzeća i prodaja (likvidiranje) njegove imovine i izmirenje dugova, zbog čega je likvidaciona vrednost

niža od knjigovodstvene vrednosti. Likvidaciona vrednost je značajan pokazatelj i kod preuzimanja preduzeća. Naime, ukoliko tržišna cena akcije padne ispod njene likvidacione vrednosti, preduzeće će postati atraktivna meta za preuzimanje, nezavisno od toga kakve su njegove druge performanse (Bodie i dr., 2009).

3) Reprodukciona vrednost (troškovi zamene)

Još jedna značajna bilansna metoda za utvrđivanje vrednosti akcija polazi od troškova zamene preduzeća, odnosno troškova neophodnih da bi se stvorilo približno isto takvo preduzeće. Tržišna vrednost nekog preduzeća ne sme biti puno viša od njegove reprodukcionе vrednosti, jer bi u suprotnom konkurenti bili motivisani da stvore isto takvo preduzeće, a povećanje konkurencije i pojava sličnih preduzeća u grani bi za posledicu imali smanjenje tržišne vrednosti i njeno približavanje troškovima zamene. U okviru ovog koncepta se koristi pokazatelj Tobinovo q , koji predstavlja odnos između tržišne vrednosti kompanije i njene reprodukcionе vrednosti, odnosno troškova zamene (Bodie i dr., 2009).

4. 1. 2. Diskontne metode za utvrđivanje vrednosti akcija

Iako finansijski izveštaji predstavljaju značajnu osnovu za utvrđivanje vrednosti firme, oni se baziraju na istorijskim vrednostima, a kako preduzeće kontinuirano posluje, potrebno je uzeti u obzir i očekivane buduće novčane tokove koje će ono ostvariti. Zbog toga se primenjuju diskontni metodi valorizacije akcija, koji su usmereni na utvrđivanje njene unutrašnje (intrinzične, unutrašnje) vrednosti. Intrinzična vrednost (*Intrinsic value*) akcije se poredi sa njenom tekućom tržišnom cenom kako bi se utvrdilo da li je akcija precenjena ili potcenjena. Precenjene akcije su one čija je tekuća tržišna cena viša od intrinzične i njih treba prodati, a potom kupiti potcenjene, čija je tekuća cena niža od unutrašnje vrednosti.

Ranije smo napomenuli da prinos od investiranja obuhvata ostvarenu kapitalnu dobit i novčane dividende. Zatim možemo odrediti očekivani prinos u periodu investiranja (*Expected HPR*), po formuli (Bodie i dr., 2009):

$$\text{Expected HPR} = E(r) = \frac{E(D1) + (E(P1) - P0)}{P0}$$

Gde je:

$E(r)$ – očekivana buduća vrednost akcije;

$E(D1)$ – očekivana novčana dividenda;

$E(P1)$ – očekivana cena akcije na kraju perioda;

$P0$ – cena akcije na početku perioda.

Dakle, očekivani prinos u periodu investiranja zapravo predstavlja zbir očekivanog prinosa od dividendi – $E(D1)/P0$ i očekivanog prinosa od kapitalne dobiti – $(E(P1)-P0)/P0$ (Bodie i dr., 2009).

Međutim, da bismo utvrdili da li je neka akcija interesantna za investitora ili ne, odnosno da li je precenjena ili potcenjena, potrebno je očekivanu stopu prinosa uporediti sa zahtevanom stopom prinosa. Za određivanje zahtevane stope prinosa nam na raspolaganju stoje tri glavne vrste diskontnih metoda i to su (Šoškić i Živković, 2009):

- 1) Metod kapitalizacije dobiti;
- 2) Metode diskontovanja dividendi;
- 3) Metod diskontovanja toka gotovine.

1) Metod kapitalizacije dobiti polazi od modela vrednovanja kapitalne aktive (*CAPM* – *Capital Asset Pricing Model*), koji dovodi u vezu zahtevanu stopu prinosa na određenu hartiju od vrednosti sa njenim rizikom (koji određuje β) (Bodie i dr., 2009).

Prema *CAPM* modelu, odnos između zahtevanog prinosa i bete je sledeći:

$$E(r_D) = r_f + \beta_D (E(r_M) - r_f)$$

Gde je:

$E(r_D)$ – zahtevana stopa prinosa;
 r_f – bezrizična stopa prinosa;
 $E(r_M)$ – očekivana tržišna stopa prinosa;
 β_D – beta (rizik) date hartije od vrednosti.

U daljem tekstu će zahtevana stopa prinosa biti označena sa k . Ukoliko je očekivani prinos viši od zahtevanog prinosa, akcija će biti potcenjena i investitor će želeti da ima više takvih akcija u svom portfoliju. Nasuprot tome, ukoliko je očekivani prinos niži od zahtevanog, akcija je precenjena i investitor neće biti zainteresovan da je zadrži.

Još jedan način za utvrđivanje zahtevane stope prinosa jeste na osnovu poređenja intrinzične vrednosti akcije sa njenom tekućom tržišnom cenom. Intrinzična vrednost (I_0) predstavlja sadašnju vrednost očekivanih budućih neto novčanih tokova preduzeća, diskontovanih po zahtevanoj stopi prinosa (k) (Bodie i dr., 2009). Akcija će biti potcenjena i predstavljati dobru investiciju ukoliko je intrinzična vrednost viša od tržišne cene akcije. I obrnuto, ukoliko je intrinzična vrednost niža od tržišne cene, akcije će biti precenjene. Formula za utvrđivanje intrinzične vrednosti je:

$$I_0 = \frac{E(D1) + E(P1)}{1+k}.$$

Gde je:

E (D1) – očekivana novčana dividenda;

E (P1) – očekivana cena akcije na kraju perioda.

Zahtevana stopa prinosa zapravo predstavlja tržišnim konsenzusom utvrđenu diskontnu stopu za svođenje očekivanih budućih novčanih tokova na sadašnju vrednost i kao takva se naziva tržišna stopa kapitalizacije (*Bodie i dr., 2009*).

2) Metod diskontovanja dividendi (*DDM – Dividend Discount Models*) predstavlja najčešće korišćen diskontni model procenjivanja vrednosti akcija. Ovaj model podrazumeva da je unutrašnja (intrinzična) vrednost firme jednaka sadašnjoj vrednosti zbira svih očekivanih budućih dividendi (*Šoškić i Živković, 2009*). Radi jednostavnosti, E(D1) će biti označeno kao D1, a E(P1) kao P1. Iz prethodnog teksta smo videli da je:

$$I_0 = \frac{E1+P1}{1+k}; \text{ analogno tome, } I_1 \text{ će biti } I_1 = \frac{D2+P2}{1+k}.$$

Ukoliko pretpostavimo da je $P1 = I_1$ i izraz I_1 unesemo umesto P1, a potom pretpostavimo da će isto važiti za beskonačan broj uzastopnih perioda, daljim sređivanjem dobijamo sledeći izraz:

$$I_0 = \frac{D1}{1+k} + \frac{D2}{(1+k)^2} + \frac{D3}{(1+k)^3} + \dots$$

Odakle zaključujemo da intrinzična vrednost (cena akcije) treba da bude jednaka sadašnjoj vrednosti svih očekivanih budućih dividendi u beskonačno (*Šoškić i Živković, 2009*).

Obične akcije predstavljaju hartije od vrednosti bez tačno određenog veka trajanja, zbog čega je veoma teško predvideti iznose budućih očekivanih dividendi, te je potrebno uvesti dodatnu varijablu, a to je stopa rasta dividendi. Zatim pretpostavljamo da je iznos dividende u trenutku 2 jednak iznosu dividende u trenutku 1, korigovanom za stopu rasta dividende (g), na osnovu čega imamo (*Bodie i dr., 2009*):

$$D2 = D1 (1 + g_2), \text{ odakle je: } g_2 = \frac{D2-D1}{D1}.$$

Nakon uvođenja ove varijable, model diskontovanja dividendi može da se javi u tri oblika (*Šoškić i Živković, 2009*):

- Model sa nultom stopom rasta dividendi, kada je $g = 0$.
- Model sa konstantnom stopom rasta dividendi, kada je $g = \text{const.}$
- Model sa promenljivom stopom rasta dividendi, kada je $g_1 \neq g_2$.

3) Još jedan način da se utvrdi vrednost akcije jeste primena metode diskontovanja toka gotovine. U prvoj varijanti, vrši se diskontovanje slobodnog novčanog toka firme (*FCFF – Free Cash Flow for the Firm*) stopom ponderisanog prosečnog troška kapitala, kako bi se dobila vrednost firme (*Bodie i dr., 2009*). Zatim se ova vrednost umanjuje za vrednost duga, kako bi se dobio iznos akcijskog kapitala. Slobodni novčani tok za firmu može se utvrditi pomoću sledeće formule (*Bodie i dr., 2009*):

$$FCFF = EBIT (1 - t) + Am - CC - \text{povećanje } NWC$$

Gde je:

EBIT (*earnings before interest and tax*) – dobit pre plaćanja kamate i poreza;

t (*tax*) – poreska stopa;

Am (*amortization*) – amortizacija;

CC (*capital costs*) – kapitalni troškovi;

NWC (*net working capital*) – neto obrtni kapital.

Druga varijanta ovog modela podrazumeva primenu slobodnog novčanog toka za vlasnike akcija (*FCFE – Free Cash Flow to Equity holders*) (*Bodie i dr., 2009*). Ovaj tok, dostupan vlasnicima akcija, se dobija korigovanjem *FCFF* na sledeći način :

$$FCFE = FCFF - \text{troškovi kamata} (1 - t) + \text{povećanje neto dugovanja}.$$

Ukoliko želimo da odredimo konačnu (terminalnu) vrednost (P_T) i pretpostavimo da imamo model konstantnog rasta, dobijamo sledeće formule, ukoliko primenjujemo *FCFF* i *FCFE* novčane tokove, respektivno (*Bodie i dr., 2009*):

$$P_T = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC - g} \quad \text{ i } \quad P_T = \frac{FCFE_{T+1}}{k_E - g}$$

Gde je:

WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) – ponderisani prosečni trošak kapitala;

k_E – stopa troškova akcijskog kapitala.

4. 2. Metode za utvrđivanje budućeg kretanja cena akcija: fundamentalna i tehnička analiza

Stvarna cena, po kojoj će akcija zaista biti prodana na tržištu, se može bitno razlikovati od njene ranije pomenute nominalne vrednosti. Kako bi investitor mogao da donese racionalnu i ispravnu odluku o tome najpre koje akcije treba kupiti, a zatim i u kom

trenutku, potrebno je izvršiti odgovarajuće analize. Analiza investitoru treba da obezbedi neophodne informacije, najpre o tome da li je neka akcija precenjena ili potcenjena, a zatim i o budućem kretanju neke cene (Šoškić i Živković, 2009). U tom smislu su se u ekonomskoj teoriji razvile dve značajne škole analize, a to su: tehnička i fundamentalna analiza (Šoškić i Živković, 2009).

4. 2. 1. Fundamentalna analiza

U okviru fundamentalne analize glavni cilj je identifikovanje razlike između vrednosti i cene neke akcije, kako bi investitor uspeo da pobedi tržište i ostvari profit. Pri tome, akcije mogu biti potcenjene, kada je njihova vrednost zapravo viša od tržišne cene, ili precenjene, kada je tržišna cena viša od njihove stvarne vrednosti. Glavna ideja u okviru ove analize jeste „posmatranje svih fundamentalnih faktora koji mogu uticati na promenu cene akcije, kao što su: zarada, prodaja, stopa prinosa na kapital i ostvaren novčani tok kompanije čije cene akcija se analiziraju” (Jeremić, 2012).

Dva glavna pristupa u okviru fundamentalne analize su „odozgo na dole pristup (*top – down*) i odozdo na gore pristup (*bottom – up*)” (Šoškić i Živković, 2009).

Ukoliko primenjujemo odozgo na dole pristup, najpre ćemo posmatrati kretanje cena u privredi kao celini, zatim u određenom sektoru kojem emitent pripada, potom samoj delatnosti emitenta i na kraju u okviru date kompanije (Šoškić i Živković, 2009). Nasuprot tome, kod odozdo na dole pristupa se zapravo polazi od kretanja cena na nivou kompanije, a zatim se postepeno dolazi do makroekonomskih faktora, odnosno kretanja u privredi kao celini.

Dakle, fundamentalna analiza se zasniva na „analizi istorijskih kretanja performansi firme i očekivanih kretanja u budućnosti, pre svega profita, kvaliteta proizvoda, konkurencije, uslova u datoj industrijskoj grani, zatim na analizi bilansa stanja i prognozi gotovinskog toka” (Jeremić, 2012). U okviru ove analize se polazi najpre od osnovnog seta finansijskih izveštaja, kako bi se došlo do podataka o profitabilnosti, zaduženosti i ostvarenim novčanim tokovima u datoj kompaniji.

Prema fundamentalnoj analizi, faktori koji utiču na kretanje cene akcija su mnogobrojni i mogu poticati iz samog preduzeća, ili njegovog šireg i užeg okruženja. Neki od najznačajnijih eksternih faktora su svakako makroekonomski faktori, kao što je stopa inflacije, stopa bruto društvenog proizvoda i iznos javnog duga (Jeremić, 2012). Još neki od značajnih eksternih faktora, koji mogu uticati na cenu akcija, su: kretanja u određenoj industrijskoj grani kojoj preduzeće pripada, kamatne stope i devizni kurs zemlje u kojoj kompanija posluje, stope prinosa na druge finansijske instrumente, kao što su obveznice i sl. (Jeremić, 2012). Interni faktori će naravno zavisiti od uspešnosti poslovanja same kompanije, a biće identifikovani na osnovu analize finansijskih izveštaja, a potom i odgovarajućih racia, o kojima će biti više reči u daljem tekstu.

4. 2. 2. Tehnička analiza

Tehnička analiza predstavlja metod putem kojeg se koriste tržišni trendovi i statistički podaci u cilju predviđanja budućeg kretanja akcija i „davanja odgovora na pitanje „Kada” kupiti ili prodati određenu akciju” (Jeremić, 2012). Suština tehničke analize jeste „predviđanje promena i nivoa budućih cena na osnovu istorijskih vremenskih serija cena i obima prometa” (Šoškić i Živković, 2009). Zbog ovoga, tehnička analiza se prvenstveno oslanja na upotrebu tabela, grafikona i koeficijenata, a glavni output ove analize jesu kratkoročne i ređe dugoročne prognoze kretanja cene određene akcije.

Zagovornici tehničke analize smatraju da će se cene akcija u izvesnom trenutku približiti njihovoj fundamentalnoj (realnoj) vrednosti, ali i da se promene u faktorima koji utiču na fundamentalnu vrednost mogu ranije predvideti i da investitori mogu iskoristiti ove unapred uočene cenovne trendove kako bi ostvarili određeni profit. Ovakvo shvatanje tehničkih analitičara je u suprotnosti sa očekivanim funkcionisanjem efikasnog tržišta kapitala. Prema hipotezi o efikasnosti tržišta, promena fundamentalnih faktora bi odmah trebalo da se odrazi na cene akcija, međutim, tehnički analitičari smatraju da to neće biti slučaj, već da će se cene postepeno menjati, što će za posledicu imati nastanak cenovnih trendova. Zatim se, kao što je napomenuto, neki od ovih trendova mogu iskoristiti. Međutim, ukoliko investitori otkriju ove obrasce i pokušaju da deluju u skladu sa njima kako bi profitirali, njihove aktivnosti će neminovno uticati na cene, što će za posledicu imati promenu prvobitno utvrđenih cenovnih obrazaca (Bodie i dr., 2009). Zbog toga se ovakva pojava naziva samouništavajući obrazac.

4. 2. 3. Dauova teorija

Napomenuli smo da se tehnička analiza pre svega zasniva na primeni grafikona (*charts*), zbog čega se tehnički analitičari neretko nazivaju **čartisti**. Čartisti koriste uočene trendove, kako bi ostvarili izvesnu zaradu.

Dauova teorija (*Dow theory*) je naziv dobila po svom tvorcu, *Charles Dow*-u, osnivaču *Wall Street Journal*-a, i ona predstavlja glavnu osnovu tehničke analize. Glavno pravilo Dauove teorije je da se akcije prodaju na vrhu silaznog trenda i kupuju u podnožju rastućeg trenda (Šoškić i Živković, 2009).

Dva glavna pokazatelja koja se koriste u okviru Dauove teorije su:

- 1) **DJIA – Dow Jones Industrial Average** i
- 2) **DJTA – Dow Jones Transportation Average**.

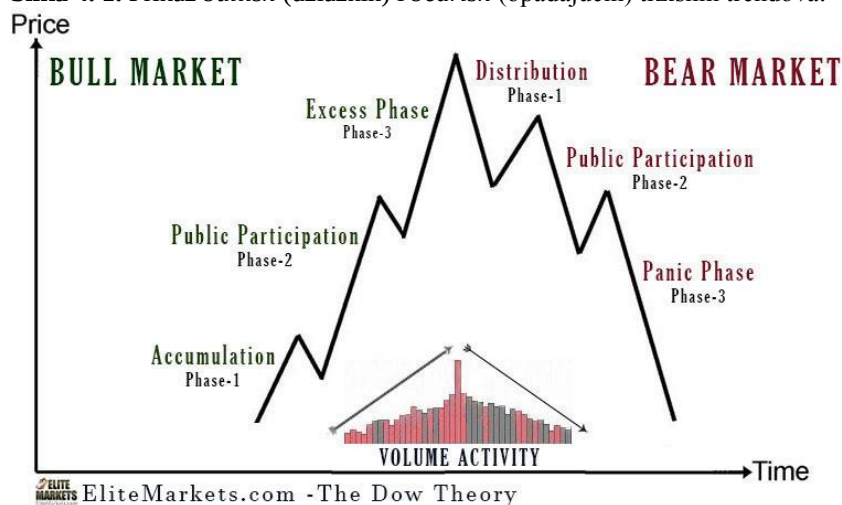
Ova dva pokazatelja su bila pomenuta i objašnjena u prethodnom tekstu, ali je važno napomenuti da je ključni pokazatelj vodećih trendova – *DJIA* indeks, dok se *DJTA* indeks koristi za proveru, kako bi se odbacio ili prihvatio određeni signal koji daje tržište.

Postoje tri glavna trenda koja utiču na cene akcija u okviru Dauove teorije i to su:

1) Primarni trend (*Primary Trend*): može biti uzlazni (*bullish*) ili silazni (*bearish*) i traje od nekoliko meseci do nekoliko godina. Ovim trendom nije moguće manipulirati.

Na slici 4.1. su prikazani bullish i bearish trendovi, pri čemu postoje tri ključne faze *bullish* trenda (faza akumulacije, faza učešća javnosti i faza preteranog optimizma) i tri ključne faze *bearish* trenda (faza distribucije, faza učešća javnosti i faza paničnog stanja) (Izvor: <http://elitemarkets.com/index.php/stocks/stock-market>).

Slika 4. 1. Prikaz *bullish* (uzlaznih) i *bearish* (opadajućih) tržišnih trendova.



Izvor: <http://elitemarkets.com/index.php/stocks/stock-market>

2) Sekundarni ili intermedijarni trend (*Secondary Trend*): nastaje usled kratkoročnog odstupanja cena od osnovnog (primarnog) trenda. Ova odstupanja obično traju od jednog do tri meseca, nakon čega se korekcijom cene ponovo približavaju glavnom trendu.

3) Tercijarni ili minorni trend (*Minor trend*): podrazumeva dnevne fluktuacije cena, koje neće imati značajan uticaj. Mogu trajati i do nekoliko nedelja.

Na slici 4. 2. je prikazano kretanje DJIA indeksa u periodu od maja 1998. do avgusta 1999. godine. Može se videti da je primarni trend ovde rastući (*bullish*). Međutim, sekundarni (intermedijarni) trend može dovesti do privremenog pada cena, što je bilo upečatljivo u novembru 1998., a zatim i periodu nakon avgusta 1999. godine.

Slika 4. 2. Prikaz kretanja *DJIA* indeksa u 1998. i 1999. godini.



Izvor: <http://etfhq.com/blog/2010/03/25/the-dow-theory/>

U okviru Dauove teorije je značajno razlikovati i dva pojma, a to su (*Bodie* i dr., 2009):

- 1) Nivo podrške (*Level of support*): pokazuje nivo cene ispod kojeg akcija ili indeks akcija verovatno neće pasti.
- 2) Nivo otpora (*Level of resistance*): pokazuje nivo cene iznad kojeg akcija ili indeks akcija verovatno neće porasti.

Ova dva nivoa se utvrđuju analizom podataka o kretanju cena u prethodnom periodu.

5. Značaj marketinškog istraživanja za uspešnost poslovanja kompanije i postupak njegovog sprovođenja: Primer kompanije *Apple Inc.*

U ovom delu rada će biti više reči o značaju marketinga za podsticanje prodaje proizvoda, kao i unapređenje njihovih karakteristika, kako bi oni što bolje odgovorili na raznovrsne potrebe velikog broja kupaca. Izvesna pažnja će biti posvećena procesu sprovođenja marketinškog istraživanja, kao jednom od najznačajnijih instrumenata koje marketing menadžeri koriste, kako bi prikupili neophodne tržišne informacije.

5. 1. Značaj marketinškog istraživanja za uspešnost poslovanja kompanije

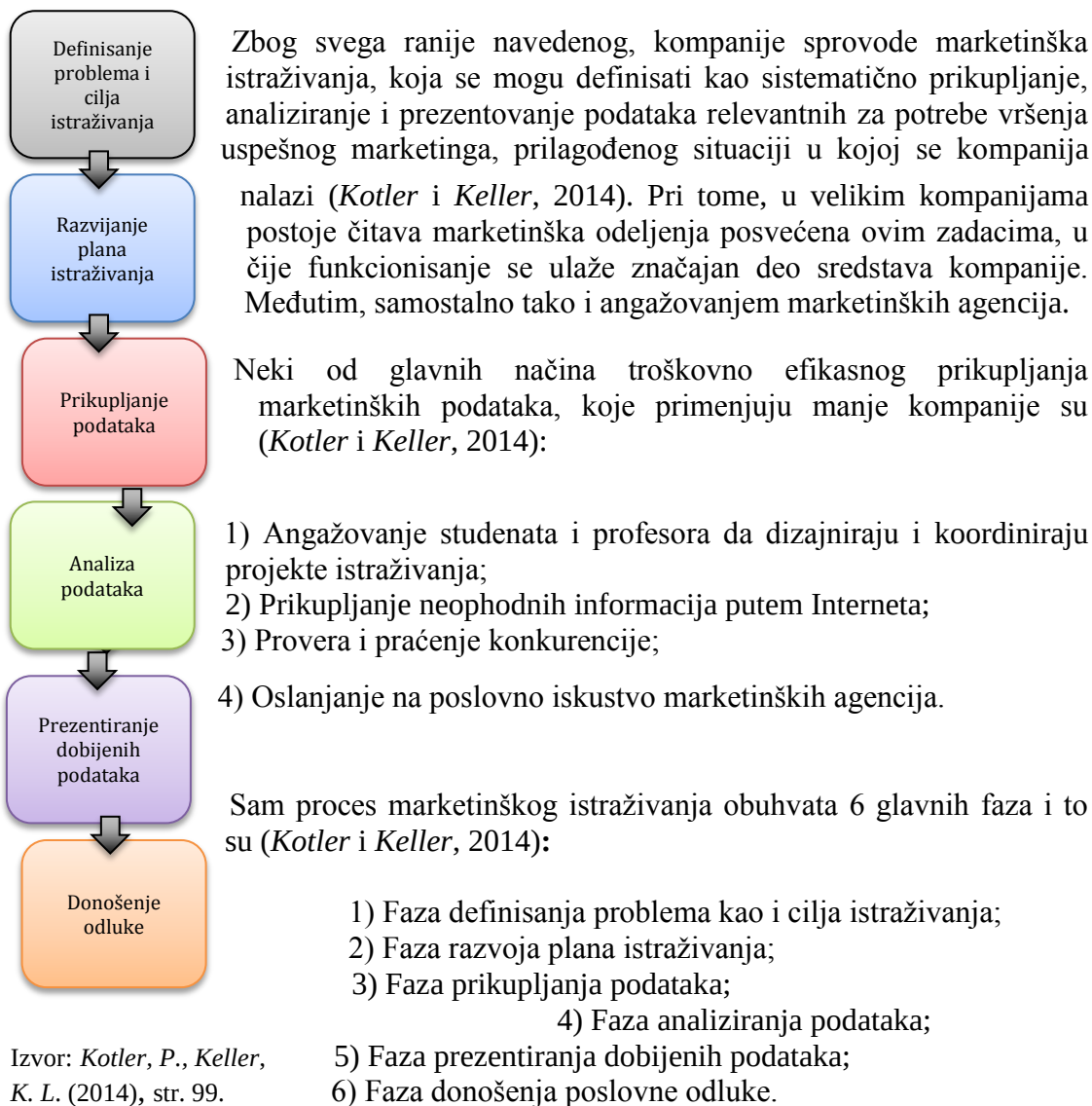
Uspešnost svake kompanije neminovno zavisi od njene sposobnosti da interpretira prethodno ostvarene performanse, kao i mogućnosti da planira svoje buduće aktivnosti. Da bi ovo mogla ostvariti, kompanija mora prikupiti pouzdane, tačne i blagovremene informacije, kako o svojim kupcima i klijentima, tako i o svojoj konkurenciji, užem i širem okruženju i utisku koji njen brend ostavlja na relevantne subjekte. Otkrivanje ukusa potrošača, kao i razumevanje stanja na tržištu, predstavljaju neke od ključnih informacija, koje kompaniji mogu omogućiti povećanje obima prodaje, uspešno lansiranje novih proizvoda i ostvarivanje značajnih profita.

Samim tim, dobro izvršen marketing može biti jedan od glavnih razloga uspeha neke kompanije. To će se automatski odraziti i na, recimo, njene prihode od prodaje, tako što će određene proizvode približiti kupcima ili prilagoditi njihovim potrebama, pa će se tražnja za njima povećati. Kada je reč o akcionarskim društvima, akcionari će najviše biti zainteresovani za činjenicu da kompanija u čijem kapitalu imaju učešće uspešno posluje i ostvaruje visoke profite. Ovo zbog toga što će, kao što smo ranije pomenuli, njihovi prinosi u vidu dividendi i kapitalnih dobitaka direktno zavisiti od visine prihoda koje je kompanija ostvarila u nekom periodu. Kompanija koja uspešno posluje će se samim tim bolje kotirati na berzi i imati višu cenu akcija, čemu posredno može doprineti i uspešno obavljanje marketinga.

Nadalje, pošto preduzeća danas posluju u veoma promenljivom i neizvesnom okruženju, ona se neprestano moraju prilagođavati novim zahtevima tržišta i kupaca. U tom smislu, jedan od „alata” koji menadžerima može pomoći da isprate sve ove zahteve jeste funkcija marketinga, a u okviru nje i primena marketinškog istraživanja. Pri tome, marketing predstavlja poslovnu funkciju koja prepoznaje neispunjene potrebe i želje, definiše i meri njihovu jačinu i potencijalnu isplativost, određuje koja to ciljna tržišta organizacija može na najbolji način da usluži, odlučuje o tome koji proizvodi, usluge i programi odgovaraju izabranim tržištima i apeluje na sve u organizaciji da misle o kupcima (Kotler i Keller, 2014). U daljem tekstu ćemo objasniti kako kompanije sprovode marketinška istraživanja i detaljnije objasniti faze ovog procesa.

5. 2. Postupak sprovođenja marketinškog istraživanja

SLIKA 5. 1. Faze procesa marketinškog istraživanja.



U daljem tekstu će ukratko biti objašnjena svaka od ovih faza.

1) Faza definisanja problema kao i cilja istraživanja

U ovoj fazi, marketing menadžeri moraju izbeći da dati problem isuviše opširno ili isuviše usko definišu i pobrinuti se da je plan precizno formulisan, kako bi odgovarao svrsi istraživanja. Ovde se dakle navode ključna pitanja na koja marketinško istraživanje treba da odgovori.

2) Faza razvoja plana istraživanja

Ovo je jedna od ključnih faza u sistemu marketinškog istraživanja, jer treba da odgovori na pitanje kako razviti najefikasniji plan za prikupljanje potrebnih informacija i koliki će biti troškovi sprovođenja ovakvog plana. Kako bi se ovakav plan mogao sprovesti, potrebno je odrediti izvore podataka koji će se koristiti, kao i metode koje će biti primenjivane, instrumente istraživanja i reprezentativne uzorke.

Kada je reč o izvorima podataka, potrebne informacije se mogu prikupljati iz primarnih i sekundarnih izvora. Istraživači obično najpre analiziraju sekundarne izvore podataka, koji predstavljaju informacije koje su već prikupljene i dostupne od strane same kompanije, ali i drugih istraživača. Sekundarni izvori su znatno jeftiniji od primarnih, gde je potrebno sprovesti nova istraživanja i prikupiti nove podatke. Međutim, sekundarni izvori imaju brojne nedostatke, kao što su pružanje nepotpunih, netačnih, nepouzdanih i zastarelih informacija, zbog čega su kompanije često primorane da svoja sredstva ulažu u nova marketinška istraživanja.

Pristupi istraživanju mogu biti različiti:

Opservaciono istraživanje (*Observational research*) podrazumeva neometano posmatranje kupaca i klijenata prilikom izbora i kupovine proizvoda. U okviru opservacionih, posebno su značajna etnografska istraživanja (*Ethnographic research*), koja koriste koncepte i alate antropologije i drugih društvenih nauka radi potpunog razumevanja načina na koji ljudi žive i rade. Glavna svrha ovakvog pristupa je da se uoče neki zahtevi kupaca koji bi mogli unaprediti finalnu funkciju i dizajn proizvoda i učiniti ga poželjnijim.

Dalje, postoje i fokus grupe (*Focus Group research*), koje predstavljaju skup od obično 6 do 10 ljudi, koje su istraživači pažljivo odabrali i koji diskutuju o određenoj temi istraživanja, recimo pakovanju proizvoda. Zadatak istraživača je da pažljivo prate i slušaju diskusiju a potom donesu odgovarajuće korisne zaključke, bez pristrasnosti. Glavni nedostatak fokus grupa je što ispitanici ne čine slučajno izabran uzorak, zbog čega se informacije dobijene ovim putem ne mogu generalizovati i primeniti na celo tržište.

Još jedan način prikupljanja podataka jeste istraživanje putem anketa (*Survey research*). Kompanije ovakva istraživanja mogu vršiti lično, putem telefona ili interneta, a cilj je da se kroz odgovore ispitanika bolje razumeju njihovi skriveni ukusi, preferencije, znanja i uverenja. Problem je što ispitanici ponekada neće biti u potpunosti iskreni kada upitnici nisu anonimni, a takođe je potrebno i da pitanja sadržana u njima budu jasna i precizna, kako bi ih učesnici tačno razumeli i dali konkretne odgovore. Još jedan nedostatak ovog pristupa je što ljudi mogu odbiti da učestalo odgovaraju na upitnike, a rešenje je nuđenje izvesnih, recimo, novčanih nagrada u slučaju njihove participacije.

Bihejvioristička istraživanja (*Behavioral research*) podrazumevaju korišćenje podataka iz samih prodavnica, radnji, onlajn kataloga i ostalih prodajnih lokacija, kako bi se otkrile stvarne preferencije kupaca. Ovakva istraživanja su pouzdanija od upitnika, jer će ispitanici ponekada davati lažne odgovore u anketama, kako bi ostavili

bolji utisak, dok se ovakvom vrstom istraživanja takav problem može izbeći.

Eksperimentalna istraživanja (*Experimental research*) daju najpouzdanije informacije, ukoliko su tačno sprovedena i izvršena. Ona podrazumevaju uočavanje značajnih uzročno-posledičnih veza putem vršenja kontrolisanih eksperimenata. Prilikom sprovođenja, istraživači najpre određuju grupe ili subjekte posmatranja, kao i irelevantne varijable, koje bi trebalo isključiti, kako bi eksperiment bio što tačniji, a zatim zaključuju da li je promena relevantne varijable dovela do statistički značajnih rezultata (Kotler i Keller, 2014).

Instrumenti koji marketinškim istraživačima stoje na raspolaganju su: upitnici, kvalitativne metode i tehnološki uređaji. Nakon određivanja pristupa istraživanju i instrumenata, potrebno je izabrati i reprezentativni uzorak. Da bi uzorak bio reprezentativan, potrebno je odrediti koje ljude treba uključiti u uzorak, njegovu veličinu i način formiranja (Aaker, Kumar i Day, 2008).

3) Faza prikupljanja podataka

Faza prikupljanja podataka predstavlja najskuplju fazu procesa marketinškog istraživanja u kojoj se najčešće javljaju greške. S obzirom na to da se ispitivanje učesnika može vršiti na različite načine, na određenoj lokaciji, putem telefona ili interneta, to može izazvati brojne poteškoće. Glavne od njih su: pristrasnost ispitanika, njihova neiskrenost prilikom davanja odgovora, nedostupnost ispitanika, kao i njihovo odbijanje da sarađuju sa ispitivačima (Kotler i Keller, 2014).

4) Faza analiziranje podataka

U ovoj fazi dolazi do sistematskog sređivanja, preuređivanja i tabeliranja prikupljenih podataka, kako bi se uočili odgovarajući sumirani obrasci, koji će kasnije biti upotrebljeni. U savremenim uslovima, istraživačima na raspolaganju stoje brojne napredne statističke metode i modeli odlučivanja, koje oni mogu iskoristiti, kako bi dobili još neke dodatne informacije.

5) Faza prezentiranja dobijenih podataka

Faza prezentiranja podataka podrazumeva da istraživači prikazuju sve prikupljene i obrađene informacije, kao i zaključke koji se na osnovu njih mogu izvesti. Istraživači su pri tome ohrabreni da, usled profesionalnog iskustva, jasnije iskažu svoja lična mišljenja i procene, prilikom prevođenja dobijenih informacija u određene preporuke i zaključke.

6) Faza donošenja poslovne odluke

Poslednja faza procesa marketinškog istraživanja jeste donošenje poslovne odluke na osnovu relevantnih prezentiranih podataka. Menadžeri koji su zahtevali marketinško istraživanje tada pred sobom imaju težak zadatak da odluče da li je istraživanje dovoljno kvalitetno i da li treba primeniti određenu ideju ili ne. Brojne organizacije neretko primenjuju sisteme podrške marketinškom odlučivanju (*MDSS – Marketing Decision Support System*) koji predstavljaju koordinirano prikupljanje podataka, sistema, alata i tehnika, primenom softvera i hardvera, kojima kompanija prikuplja relevantne informacije iz poslovanja i okruženja, nakon čega ih pretvara u bazu za

marketinške akcije (Grovenor i Vriens, 2006).

Prema Kotleru, kao jednom od najznačajnijih autora iz ove oblasti, postoji nekoliko glavnih smernica koje marketing menadžeri koriste prilikom sprovođenja ovakvih istraživanja, što možemo videti u 5. 1. tabeli.

Tabela 5. 1. Prikaz sedam glavnih karakteristika neophodnih za sprovođenje kvalitetnog marketinškog istraživanja.

Sedam glavnih karakteristika kvalitetnog marketinškog istraživanja	
1) Naučni metod	Efektivan naučni metod koristi principe naučnog metoda: pažljivo posmatranje, formulacija hipoteza, predviđanje i testiranje.
2) Kreativnost istraživanja	Sprovođenje istraživanja na različite načine, pronalaženje kreativnih načina da se ispitivači više približe ispitanicima i steknu njihovo poverenje.
3) Primena više različitih metoda	Korišćenjem više različitih metoda povećava se pouzdanost dobijenih informacija i rezultata.
4) Međuzavisnost modela i podataka	Istraživači uviđaju da primenjeni modeli utiču na prirodu dobijenih informacija.
5) Vrednost i troškovi informacija	Istraživači upoređuju vrednosti dobijenih i troškove prikupljanja informacija, pri čemu je troškove značajno lakše odrediti.
6) Zdrav skepticizam	Marketing istraživači pokazuju zdravu dozu skepticizma prema zaključcima menadžera o funkcionisanju tržišta i izvesne pretpostavke dovode u pitanje.
7) Etički marketing	Koristi od marketinškog istraživanja imaju i sama kompanija i njeni klijenti. Treba izbegavati zloupotrebu informacija dobijenih istraživanjem, kao i ugrožavanje privatnosti ispitanika.

Izvor: Kotler, P., Keller, K. L. (2014), str. 113.

5. 3. Značaj marketinga i sprovođenje marketinškog istraživanja: primer kompanije *Apple Inc.*

U ovom delu rada ćemo se najpre upoznati sa kompanijom Apple Inc., kao i proizvodima koje ona proizvodi, čije razumevanje će nam biti značajno kasnije, kada budemo primenjivali određene elemente tehničke i fundamentalne analize na njenom primeru. S obzirom na to da su glavni izvori prihoda ove kompanije upravo prihodi od prodaje proizvoda, primena odgovarajuće marketing strategije predstavlja jedan od ključeva njenog uspešnog poslovanja, o čemu će biti više reči i u daljem tekstu.

5. 3. 1. O kompaniji *Apple Inc.* i njenim proizvodima

Slika 5. 1. Logo kompanije *Apple Inc.*



Izvor: <http://www.celebup.com/tech/microsoft-remains-committed-to-windows-10-on-smartphones/76/attachment/apple-logo-sa>

Kompanija *Apple Inc.* predstavlja američku multinacionalnu tehnološku kompaniju koja se bavi dizajniranjem, razvijanjem i prodajom potrošačke elektronike, hardver i softver proizvoda i onlajn usluga. Sedište kompanije se nalazi u Kupertinu, u Kaliforniji. Osnovali su je Stiv Džobs, Stiv Voznijak i Ronald Vejns 1. aprila 1976., kao kompaniju koja se bavila prodajom personalnih računara. Nakon toga, 3. januara 1977. godine kompanija je pretvorena u akcionarsko društvo, pod nazivom *Apple Computer, Inc.*, nakon čega joj je naziv promenjen 9. januara 2007. godine u *Apple Inc.*, kako bi iskazao promenu fokusa kompanije ka potrošačkoj elektronici.

Slika 5. 2. Neki od proizvoda koje proizvodi kompanija *Apple Inc.*



Izvor: <http://www.ohfabuloso.com/the-apple-empire-products-and-pricetags/>

Glavni i prepoznatljivi proizvodi kompanije *Apple Inc.*, koji su prikazani i na slici 5. 2. su:

- *Mac*
- *iPod*
- *iPhone*
- *iPad*
- *Apple Watch*
- *Apple TV*
- *Software*
- *Electric vehicles*

Prema rečima izvršnog direktora kompanije *Apple Inc.*, fiskalna 2015. godina je bila najuspešnija do sada u istoriji poslovanja kompanije, sa ostvarenim prihodom od približno 234. milijarde dolara, što je za 28% više u odnosu na prethodnu godinu (Cook, 2015).

Tabela 5. 2. Prihodi od prodaje glavnih proizvoda i usluga kompanije *Apple Inc.* u periodu od 5 godina (od 2011. do 2015. godine). Vrednosti u tabeli su iskazane u milionima USD.

	26.09.2015.	27.09.2014.	28.09.2013.	29.09.2012.	24.09.2011.
iPhone	155.041	101.991	91.279	78.692	45.998
iPad	23.227	30.283	31.980	30.945	19.168
Mac	25.471	24.079	21.483	23.221	21.783
Usluge	19.909	18.063	16.051	12.890	9.373
Ostali proizvodi	10.067	8.379	10.117	10.760	11.927
Neto prodaja	233.715	182.795	170.910	156.508	108.249

Izvor: <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Analysis/Revenues>

Na osnovu podataka iz tabele 5. 2. možemo videti da je u svakoj od posmatranih 5 godina kompanija *Apple Inc.* ostvarivala najveće prihode od prodaje mobilnih telefona *iPhone*. Sledeći glavni izvor njenih prihoda jeste prodaja tableta *iPad*, koja je postepeno rasla do 2013. godine, a zatim postepeno počela da opada u 2014. i 2015. godini. Prodaja Mac računara takođe je značajno povećana u 2015. u odnosu na 2013. godinu (sa 21.483 na 25.471 miliona USD). Učešće prihoda od pružanja usluga u prihodima od prodaje se postepeno povećava u svakoj od posmatranih godina, što nam govori da kompanija sve više razvija i ovu aktivnost, koja u budućnosti može predstavljati značajan izvor prihoda.

5. 3. 2. Značajne karakteristike marketing strategije koju primenjuje kompanija *Apple Inc.*

Jedan od glavnih razloga neverovatnog uspeha kompanije *Apple Inc.* je svakako njen izvanredan marketing. Naime, kada razmišljamo o visoko kvalitetnim, unikatnim elektronskim proizvodima i gadžetima, svakako nam je jedna od prvih asocijacija upravo kompanija *Apple Inc.* Ova kompanija primenjuje brojne uspešne marketing strategije, kako bi pobedila svoju konkurenciju, prilagodila se stalnim promenama okruženja i pružila najbolje moguće iskustvo svojim kupcima.

Neke od ključnih odlika marketing strategije koju primenjuje kompanija *Apple Inc.* su:

1) Izmenjeno shvatanje o reklamiranju

Iako, kao velika kompanija, *Apple Inc.* može izdvojiti veliki budžet za postavljanje skupih reklama na stranicama kao što su *Google* i *Facebook*, ona primenjuje dve potpuno drugačije strategije za reklamiranje svojih proizvoda. Jedna od njih je pozicioniranje proizvoda (*Product placement*) (Patel, 2016). Naime, proizvode

kompanije *Apple Inc.* koriste brojne slavne ličnosti, oni se mogu videti u nekim od najgledanijih emisija, filmova i sl. Time se proizvodi znatno troškovno efikasnije i manje nametljivo reklamiraju i predstavljaju široj javnosti. Druga značajna strategija jeste oslanjanje na pozitivne kritike i procene u medijama, kako o funkcionisanju i radu kompanije, tako i o kvalitetu njenih proizvoda.

2) Izbegavanje cenovnih ratova naglašavanjem unikatne vrednosti proizvoda koje kompanija nudi

Kompanija *Apple Inc.* je svesna da snižavanje cena proizvoda, kako bi se kratkoročno naudilo konkurenciji, može veoma negativno da se odrazi i na sam kvalitet proizvoda, kao i na dugoročno funkcionisanje celokupne kompanije. Zbog toga se ova kompanija fokusira na nuđenje unikatne vrednosti (*Unique value proposition*) u vidu jedinstveno dizajniranih, veoma jednostavnih za korišćenje i zanimljivo spakovanih proizvoda (Patel, 2016). I po pravilu, proizvodi ove kompanije će biti čak i skuplji od sličnih takvih proizvoda njenih konkurenata.

3) Sprovođenje jednostavnog marketinga i održavanje jednostavnosti proizvoda

Više ne mora uvek značiti bolje. Korisnici tehnoloških uređaja ponekada se mogu prezasiti preobimnim informacijama o različitim karakteristikama proizvoda, što je tačno i za druge industrijske niše i grane. Kako bi smanjila konfuziju svojih kupaca, kompanija *Apple Inc.* izbegava upotrebu žargonskih i tehnoloških izraza prilikom reklamiranja i prezentacije svojih proizvoda. Umesto toga, ona naglašava prednosti koje će kupci imati ukoliko koriste njene proizvode. Pored toga, jedan od glavnih ključeva njenog uspeha je što nudi veoma limitiran broj izbora, opcija i parametara, čime se izbegava konfuzija kupca prilikom izbora proizvoda koji će koristiti (Patel, 2016). Ovu strategiju je kompanija primenila i na dizajn svojih proizvoda, čineći ih jednostavnim i lakim za korišćenje.

5. 3. 3. Sprovođenje marketinškog istraživanja u kompaniji Apple Inc.

Jedan od osnivača kompanije *Apple Inc.*, Stiv Džobs, neretko je tvrdio da *Apple Inc.* ne sprovodi marketinška istraživanja za buduće proizvode koje tek planira da proizvodi (Markoff, 2011). Kao razlog tome, naveo je da kupci zapravo ni ne znaju šta žele, odnosno da ne mogu ni da koncipiraju proizvode koje kompanija može proizvesti (Markoff, 2011). Pored toga, svaka kompanija želi najpre da se zaštiti od svojih konkurenata i od njih sačuva svoju poslovnu tajnu, kao i brojne druge relevantne informacije. Zbog svega ovoga, kompanija *Apple Inc.* često negira da uopšte sprovodi marketinška istraživanja, međutim detaljnijom analizom ove teme došlo se do drugačijih saznanja.

Uprkos suprotnim tvrdnjama njenih rukovodilaca, kompanija *Apple Inc.* ipak sprovodi marketinška istraživanja i dobijene rezultate primenjuje kako bi unapredila svoje poslovanje. Naime, kompanija *Apple Inc.* se zbog svoje velike popularnosti i uspeha često pominje u medijima. Na osnovu pregledanja velikog broja relevantnih medijskih

sadržaja, došlo se do interesantnih informacija vezanih za sprovođenje marketinških istraživanja od strane *Apple Inc.* kompanije.

Iako kompanija *Apple Inc.* možda ne kreira fokus grupe i ne vrši marketinška istraživanja o karakteristikama koje kupci žele da budući proizvodi imaju, kompanija sprovodi marketinška istraživanja među postojećim kupcima i ispituje šta ih je prvobitno privuklo da izaberu njihov brend proizvoda (Heisler, 2012).

Primeru radi, kada je kompanija *Apple Inc.* želela da sazna zašto njihovi kupci preferiraju *iPhone* naspram drugih marki telefona, sprovela je anketu sa sledećim ključnim pitanjima (Vascellaro, 2012):

- ✓ Šta kupce motiviše da kupuju *iPhone*, umesto mobilnih telefona drugih marki, kao što je *Samsung*?
- ✓ Koje funkcije najviše koriste na svom mobilnom telefonu?
- ✓ Definisanje nivoa zadovoljstva različitim aspektima *iPhone* telefona?

Prema saznanju *Wall Street Journal*-a, u onlajn anketi o tome zašto kupci biraju *iPhone* umesto telefona sa *Android* operativnim sistemom, odgovori su se razlikovali po regionima. Posmatrajući odgovore iz sedam zemalja sveta (Sjedinjenih Američkih država, Ujedinjenog Kraljevstva, Francuske, Nemačke, Kine, Japana i Južne Koreje), došlo se do sledećih zaključaka (Vascellaro, 2012):

- ✓ Kao prvi ili drugi najpopularniji odgovor se javio „Poverenje u *Apple* brend”. U Sjedinjenim Američkim Državama i Kini se ovaj odgovor javio u čak 54% slučajeva kao prvi.
- ✓ Čak 67% kineskih predstavnika je u anketi navelo da je glavni motiv za kupovinu *iPhone*-a njegov unikatni dizajn i izgled.
- ✓ Naizgled najmanje važan faktor koji je uticao na kupovinu je bila mogućnost lakog prebacivanja muzike i drugih podataka sa jednog na drugi *Apple* uređaj.
- ✓ U Južnoj Koreji, odgovor „Dostupnost aplikacija koje me zanimaju” je imao učešće od čak 47%.

Na osnovu ranijeg teksta o sprovođenju marketinškog istraživanja, možemo zaključiti da se ovde kompanija *Apple Inc.* opredelia za vršenje etnografskih istraživanja, kao i za prikupljanje podataka iz prvih izvora (od svojih kupaca).

Naravno, kompanija *Apple Inc.* sprovodi marketinška istraživanja među ogromnim brojem kupaca i ima pristup razvijenim sistema podrške odlučivanja, zbog čega raspolaže veoma značajnim vremenskim serijama podataka, koje pružaju uvid u promene ukusa potrošača sa protokom vremena (Heisler, 2012). Takođe, ona ove podatke pažljivo čuva od očiju javnosti, jer bi u suprotnom ove informacije mogle biti iskorišćene od strane njenih konkurenata.

Takođe, prilikom lansiranja novih modela telefona, *iPhone 6* i *iPhone 6s*, uzeta je u obzir preferencije potrošača za većim ekranima, što je prethodno bila jedna od glavnih prednosti kompanije *Samsung* – najvećeg konkurenta kompanije *Apple Inc.* u tom sektoru industrije (Bora, 2014).

Iz svega navedenog možemo zaključiti da kompanija *Apple Inc.* redovno sprovodi razne vrste marketinških istraživanja i da prikuplja brojne podatke od svojih klijenata. Prilikom onlajn kupovine proizvoda kupci moraju da se registruju i ostave svoje podatke, kao i e-mail adresu. Kompanija *Apple Inc.* zatim koristi ove podatke kako bi kontaktirala kupce i dobila povratne informacije o tome da li su oni zadovoljni kupljenim proizvodom ili ne. Dakle, jedan od načina na koji ova kompanija redovno sprovodi marketinško istraživanje i prikuplja veoma značajne podatke koje kasnije može koristiti za unapređenje svojih proizvoda jeste putem onlajn anketa. Na slici 5. 3. se može videti deo ankete koju je kompanija uputila kupcima *Apple Watch* proizvoda, koji je prvi put lansirala u aprilu 2015. godine (Lee, 2015).

Slika 5. 3. Prikaz dela onlajn ankete koju sprovodi Apple Inc. kompanija.

The image shows three sequential screenshots of a survey application for Apple Watch. Each screen has a status bar at the top showing '09:41' and 'Apple Inc.' as the sender. The first screen asks: 'How important was the ability to use each of the following apps in your decision to get an Apple Watch?'. It lists apps: Remote Apps, Workout App, Passbook, Apple Pay, Third-party Apps, Activity App, and Other Built-in Apps. Each app has a dropdown menu for importance levels: 'Not at all important', 'Slightly important', 'Somewhat important', and 'Very important'. The second screen asks: 'How satisfied are you with each of the following aspects regarding your Apple Watch?'. It lists aspects: Ease of set up, Ease of learning how to use, Size, Thinness, Battery life, and Comfortable. Each aspect has a dropdown menu for satisfaction levels: 'Very satisfied', 'Somewhat satisfied', and 'Somewhat dissatisfied'. The third screen asks: 'How satisfied are you with each of the following Apple Watch features or functionality?'. It lists features: Interchangeable bands, Magnetic charging cable, Design of available watch faces, Digital Crown/Home button, and Display quality. Each feature has a dropdown menu for satisfaction levels: 'Very satisfied', 'Somewhat dissatisfied', and 'Neither satisfied nor dissatisfied'. Each screen has a blue 'Next' button at the bottom.

Izvor: <http://www.idownloadblog.com/2015/05/16/apple-watch-market-research/>

Još jedan zanimljiv dokaz, koji svedoči činjenici da kompanija *Apple Inc.* prikuplja podatke za dalja istraživanja, može se naći i u okviru „Uslova korišćenja” (*Terms & conditions*) na samoj web stranici kompanije (www.apple.com). Sa ovim uslovima se mora složiti svaki kupac prilikom kupovine njenih proizvoda. Naime, u delu koji se odnosi na uslove prodaje (*Terms of sale*), jasno se navodi da kompanija može koristiti tehničke podatke i povezane informacije prikupljene sa uređaja koje su kupci od nje kupili. Pri tome je naglašeno da su prihvatanjem uslova korišćenja kupci saglasni sa činjenicom da će kompanija prikupljati ne samo tehničke, već i druge vrste podataka (Izvor: <http://www.apple.com/legal/internetservices/itunes/in/terms.html>).

Na osnovu svega navedenog, možemo da vidimo da kompanija *Apple Inc.* koristi razne tehnike kako bi prikupila značajne tržišne informacije, naručito o tražnji za svojim proizvodima i satisfakciji kupaca. Glavnu ulogu u svemu tome ima upravo marketinško istraživanje, zbog čega smo detaljno objasnili sve njegove faze i elemente.

6. Studija slučaja: Primena određenih elemenata finansijske analize na primeru kompanije *Apple Inc.*

Smisao finansijske analize se sastoji u tome da se na osnovu utvrđenog kvaliteta i kvantiteta analiziranih poslovnih aktivnosti preduzeća pruže informacije o njegovom bonitetu i trendu razvoja (Barjaktarović i dr., 2013). Ranije smo pomenuli fundamentalnu analizu, kao jedan od dva glavna metoda za procenu vrednosti akcija i predviđanje njihovog budućeg kretanja. U okviru fundamentalne analize internih faktora koji utiču na cene akcija, analitičari se najviše oslanjaju na primenu analize finansijskih izveštaja (Jeremić, 2012). Pri tome, analiza finansijskih izveštaja se zapravo može poistovetiti sa analizom pomoću finansijskih pokazatelja (koeficijenata, indikatora), pri čemu se koeficijenti dobijaju stavljanjem u odnos odgovarajućih bilansnih veličina, čime se dobijaju proste matematičke formule jednostavne za tumačenje (Knežević i dr., 2013).

Da bismo stekli potpuniju sliku o finansijskom položaju i ostalim aspektima poslovanja neke kompanije, najpre je neophodno da se upoznamo sa njenim finansijskim izveštajima. Shodno tome, na primeru *Apple Inc.* kompanije, izvršićemo vertikalnu i horizontalnu analizu bilansa stanja i bilansa uspeha. Zatim ćemo objasniti najznačajnije pokazatelje za ocenu likvidnosti i profitabilnosti preduzeća i izračunati vrednosti ovih pokazatelja kompanije *Apple Inc.*, za period od 5 godina (od 2011. do 2015. godine). Daljim poređenjem ovih vrednosti sa prosekom u industriji i sektoru, kao i eventualnim orijentacionim normalama, pokušaćemo da steknemo jasniju sliku o profitabilnosti i likvidnosti date kompanije u posmatranom periodu.

Usled činjenice da postoji veliki broj različitih racia, koji ukazuju na različite aspekte poslovanja kompanije, u ovom radu ćemo se dalje fokusirati na analizu profitabilnosti iz perspektive investitora i najznačajnije pokazatelje u okviru date analize. Obračunaćemo i njihove vrednosti u kompaniji *Apple Inc.*, s obzirom na to da date pokazatelje investitori često koriste prilikom donošenja odluke da li investirati u akcije neke kompanije ili ne.

U radu smo ranije pomenuli tehničku analizu, kao i njen najznačajniji deo, a to je Dauova teorija. Objasnili smo i pojam berzi i istakli neke od najčešće korišćenih berzanskih indeksa. U daljem tekstu ćemo na primeru *Apple Inc.* kompanije pokušati da objasnimo kako investitorima praćenje kretanja vodećih berzanskih indeksa može pomoći da predvide buduće kretanje cena akcija, kao i stanje u celokupnoj privredi.

6. 1. Glavni finansijski izveštaji koji služe kao osnova racio analize

Napomenuli smo da osnovu racio analize predstavljaju finansijski izveštaji kompanije. Najznačajniji od njih su bilans stanja, bilans uspeha i izveštaj o novčanim tokovima, tako da će u ovom delu rada o svakom od njih biti više reči.

1) Bilans stanja

Bilans stanja predstavlja finansijski izveštaj koji pokazuje finansijsko stanje firme u određenom vremenskom trenutku. Ovaj izveštaj prikazuje aktivu i pasivu firme, a njihova razlika predstavlja akcijski kapital (sopstveni kapital).

Bilans stanja se može javiti u formi liste, kada se stavke pasive unose ispod stavki aktive ili u formi konta, kada se stavke aktive i pasive nalaze jedne naspram drugih.

Na strani aktive će pozicije biti rangirane po opadajućoj ili rastućoj likvidnosti. U slučaju rastuće likvidnosti, na strani aktive će pozicije biti poredane od najmanje likvidnih do najlikvidnijih i obrnuto, u slučaju opadajuće likvidnosti, pozicije će biti rangirane od najlikvidnijih ka najmanje likvidnim. Pri tome, najlikvidnije pozicije predstavljaju obrtna sredstva (gotovina i gotovinski ekvivalenti, zalihe i sl.), za koje se očekuje da će se biti pretvorene u gotovinu u periodu kraćem od jedne godine. Ostala aktiva se javlja u formi stalnih sredstava, koju najčešće čine građevinski objekti, mašine, postrojenja i oprema firme i za koje se očekuje da neće napustiti preduzeće u narednih godinu dana. Posebno značajna pozicija za velike kompanije jeste „Gudvil” (*Goodwill*) koja predstavlja računovodstvenu stavku koja nastaje kada jedna kompanija otkupi drugu (Bodie i dr., 2009). Naime, *Goodwill* predstavlja „razliku između niže knjigovodstvene vrednosti kompanije i više vrednosti plaćene prilikom njenog otkupa i duguje se uspešnom imidžu i reputaciji kompanije” (Malinić i dr., 2012).

Na strani pasive, rangiranje bilansnih pozicija se vrši po rastućoj ili opadajućoj dospelosti. U slučaju opadajuće dospelosti u bilansu će najpre biti prikazane kratkoročne obaveze, čije izmirenje se očekuje u periodu kraćem od jedne godine, a zatim će ih slediti dugoročne i ostale obaveze, koje dospevaju na naplatu u periodu dužem od godinu dana. Oduzimanjem ukupnih obaveza od aktive dobićemo vrednost kapitala.

2) Bilans uspeha

Bilans uspeha je finansijski izveštaj koji služi kao prikaz profitabilnosti firme u toku određenog vremenskog perioda, najčešće godinu dana. U ovom izveštaju se prikazuju prihodi, rashodi i njihova razlika, koja može biti pozitivna (neto dobitak) ili negativna (neto gubitak). Za sastavljanje ovog izveštaja na raspolaganju stoje dve glavne metode i to su: metoda ukupnih troškova (MUT) i metoda troškova prodatih učinaka (MTPU). Ove dve metode se „razlikuju po načinu obračuna i prikazivanju poslovnih prihoda i poslovnih rashoda, tj. po različitom načinu obračunavanja poslovnog rezultata, dok u delu koji se odnosi na obračun i prikazivanje finansijskih i ostalih prihoda i rashoda, razlike da gotovo i ne postoje” (Malinić i dr., 2012).

3) Izveštaj o novčanim tokovima

Izveštaj o novčanim tokovima pruža informacije o novčanim prilivima i novčanim odlivima u preduzeću u toku određenog obračunskog perioda, najčešće jedne godine. Za razliku od bilansa stanja i bilansa uspeha, koji se baziraju na računovodstvenom načelu nastanka poslovnog događaja, po kojem se prihodi i rashodi priznaju u periodu

u kojem su nastali, nezavisno od uplata i isplata gotovine, ovaj izveštaj priznaje samo one transakcije u kojima dolazi do priliva i odliva gotovine (Bodie i dr., 2009). Zajedno sa prethodna dva izveštaja, izveštaj o novčanim tokovima predstavlja važnu osnovu za utvrđivanje profitabilnosti, likvidnosti preduzeća, kao i njegove finansijske strukture.

6. 2. Vertikalna analiza finansijskih izveštaja: primer kompanije Apple Inc.

Vertikalna analiza finansijskih izveštaja podrazumeva „analizu strukture bilansa stanja i bilansa uspeha, u cilju identifikovanja učešća pojedinih grupa i podgrupa njihovih pozicija u ukupnom zbiru koji predstavlja celinu izveštaja koji je predmet analize” (Malinić i dr., 2012). U tabeli 6. 1. izvršena je vertikalna analiza aktive bilansa stanja kompanije *Apple Inc.* za period od tri godine (od 2013. do 2015. godine), dok je u tabeli 6. 2. izvršena vertikalna analiza pasive u datom periodu. Na osnovu ovih podataka možemo doneti izvesne zaključke o strukturi i promenama strukture aktive (imovine) ove kompanije u posmatranom periodu, kao i o promenama kapitala i obaveza, ondonso pasive. Na osnovu u tabeli prikazanih učešća pojedinih pozicija možemo doneti jasnije zaključke, nego da smo samo posmatrali apsolutne vrednosti prikazane u samom izveštaju.

Tabela 6. 1. Vertikalna analiza aktive bilansa stanja kompanije *Apple Inc.* u periodu od 2013. do 2015. godine (apsolutne vrednosti su prikazane u milionima USD).

Aktiva	26.09.2015	učešće	27.09.2014.	učešće	28.09.2013.	učešće
Gotovina i gotovinski ekvivalenti	21.120	7,27%	13.844	5,97%	14.259	6,88%
Kratkoročne HOV	20.481	7,05%	11.233	4,84%	26.287	12,70%
Potraživanja (umanjena za naknade)	16.849	5,80%	17.460	7,53%	13.102	6,33%
Zalihe	2.349	0,80%	2.111	0,91%	1.764	0,85%
Odložena poreska sredstva	5.546	1,91%	4.318	1,86%	3.453	1,66%
Prodavčeva ne-trgovinska potraživanja	13.494	4,64%	9.759	4,20%	7.539	3,64%
Ostala obrtna imovina	9.539	3,28%	9.806	4,22%	6.882	3,32%
Obrtna imovina	89.378	30,75%	68.531	29,53%	73.286	35,38%
Dugoročne HOV	164.065	56,48%	130.162	56,14%	106.215	51,31%
Nekretnine, postrojenja i oprema, neto	22.471	7,74%	20.624	8,89%	16.597	8,01%
<i>Goodwill</i>	5.116	1,76%	4.616	2,00%	1.577	0,76%
Stečena nematerijalna ulaganja, neto	3.893	1,35%	4.142	1,78%	4.179	2,06%
Ostala sredstva	5.556	1,91%	3.764	1,65%	5.146	2,48%
Stalna imovina	201.101	69,25%	163.308	70,47%	133.714	64,62%
Ukupna imovina	290.479	100%	231.839	100%	207.000	100%

Izvor: <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Financial-Statement/Assets>

Na osnovu podataka iz tabele 6. 1. možemo uvideti da je učešće stalne imovine u ukupnoj imovini bilo dominantno u sve tri posmatrane godine i da se ono znatno povećalo u 2014. u odnosu na 2013. godinu, čemu je najviše doprinelo povećano ulaganje u dugoročne HOV u 2014. godini (sa 51,31% na 56,14%). U 2015. godini učešće stalne u ukupnoj imovini se neznatno smanjilo u odnosu na 2014. godinu i ostalo iznad nivoa iz 2013. godine.

U kompaniji *Apple Inc.* učešće obrtnih imovina u ukupnoj imovini bilo je niže u svakoj od posmatranih godina. Pri tome, ovo učešće je bilo najviše u 2013. godini, nakon čega se smanjilo u 2014. i zatim neznatno povećalo u 2015. godini. Smanjenje učešća obrtnih imovina u ukupnoj imovini u 2014. u odnosu na 2013. godinu se najviše duguje smanjenju ulaganja u kratkoročne HOV (sa 12,70% na 4,84%). Neznatno povećanje učešća obrtnih sredstava u ukupnoj imovini u 2015. u odnosu na 2014. godinu se najviše duguje ponovnom povećanju učešća ulaganja u kratkoročne HOV, kao i povećanju učešća gotovine i gotovinskih ekvivalenata (sa 5,97% na 7,27%).

Tabela 6. 2. Vertikalna analiza pasive bilansa stanja kompanije *Apple Inc.* u periodu od 2013. do 2015. godine (apsolutne vrednosti su prikazane u milionima USD).

Pasiva	26.09.2015.	učešće	27.09.2014.	učešće	28.09.2013.	učešće
Obaveze iz poslovanja	35.490	12,21%	30.196	13,02%	22.367	10,8%
AVR	25.181	8,66%	18.453	7,95%	13.856	6,7%
Odloženi prihod	8.940	3,07%	8.491	3,66%	7.435	3,7%
Komercijalni zapisi	8.499	2,92%	6.308	2,74%	–	–
Trenutni deo dugoročnog duga	2.500	0,86%	–	–	–	–
Kratkoročne obaveze	80.610	27,72%	63.448	27,37%	43.658	21,10%
Odloženi prihod, stalni	3.624	1,27%	3.031	1,50%	2.625	1,27%
Dugoročni dug, isključujući trenutni deo	53.463	18,45%	28.987	12,68%	16.960	8,20%
Odložene poreske obaveze	24.062	8,20%	20.259	8,37%	16.489	7,96%
Ostale dugoročne obaveze	9.365	3,25%	4.567	1,96%	3.719	1,81%
Dugoročne obaveze	90.514	31,19%	56.844	24,51%	39.793	19,23%
Ukupne obaveze	171.124	58,91%	120.292	51,88%	83.451	40,33%
Obične akcije i dodatno uplaćeni kapital, 0,00001 USD nominalne vrednosti	27.416	9,43%	23.313	10,07%	19.764	9,54%
Neraspoređeni dobitak	92.284	31,77%	87.152	37,59%	104.256	50,36%
Akumulirani ostali dobitak (gubitak)	(345)	(0,11%)	1.082	0,46%	(471)	(0,23%)
Akcijski kapital	119.355	41,09%	111.547	48,12%	123.549	59,67%
Ukupna pasiva	290.479	100%	231.839	100%	207.000	100%

Izvor: <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Financial-Statement/Liabilities-and-Stockholders-Equity>

Na osnovu podataka iz tabele 6. 2. možemo uvideti da je u 2013. godini u pasivi dominiralo učešće akcijskog kapitala, dok je u naredne dve godine u pasivi kompanije *Apple Inc.* bilo dominantno učešće ukupnih obaveza, naručito u 2015. godini, kada je iznosilo približno 60%. Pri tome, povećanje učešća ukupnih obaveza u pasivi u 2014. godini bilo je posledica povećanja učešća kako dugoročnih obaveza (sa 19,23% na 24,51%), tako i kratkoročnih (21,10% na 27,37%). U 2015. godini, povećanje učešća obaveza u pasivi se duguje povećanju učešća dugoročnih u ukupnim obavezama (sa 24,51% na 31,19%), dok je učešće kratkoročnih u ukupnim obavezama ostalo gotovo nepromenjeno. Sve pomenuto nam govori da se zaduženost kompanije *Apple Inc.* postepeno povećava u posmatranom periodu.

6. 3. Horizontalna analiza finansijskih izveštaja: Primer kompanije *Apple Inc.*

Nakon izvršene vertikalne analize, horizontalna analiza nam može pružiti potpuniju sliku o finansijskom položaju i dobitnosti kompanije *Apple Inc.* U okviru ove analize „prate se procentualne promene ključnih bilansnih kategorija između godina” (Barjaktarović i dr., 2013).

U tabeli 6. 3. izvršena je horizontalna analiza ključnih pozicija bilansa uspeha kompanije *Apple Inc.* za period od tri godine (od 2013. do 2015. godine), odnosno, izračunate su procentualne promene (indeksi) ključnih bilansnih pozicija u 2014. i 2015. godini u odnosu na 2013. godinu (koja je izabrana kao bazna godina).

Tabela 6. 3. Horizontalna analiza bilansa uspeha kompanije *Apple Inc.* u periodu od 2013. do 2015. godine (apsolutne vrednosti su prikazane u milionima USD).

Bilansne pozicije	28.09.2013.	27.09.2014.	Indeks 14/13	26.09.2015	Indeks 15/13
Neto prodaja	170.910	182.795	6,95	233.715	36,74
Troškovi prodaje	(106.606)	(112.258)	5,30	(140.089)	31,40
Bruto marža	64.304	70.537	9,70	93.626	45,60
Istraživanje i razvoj	(4.475)	(6.041)	35,00	(8.067)	80,26
Prodaja, opšta i administrativna	(10.830)	(11.993)	10,73	(14.329)	34,30
Operativni troškovi	(15.305)	(18.034)	17,83	(22.396)	46,33
Operativni prihod	48.999	52.503	7,15	71.230	45,37
Prihodi od kamate i dividendi	1.616	1.795	11,00	2.921	80,75
Rashodi po osnovu kamata	(136)	(384)	182,35	(733)	439,00
Ostali rashodi, neto	(324)	(431)	33,02	(903)	178,70
Ostali prihodi (rashodi), neto	1.156	980	(15,22)	1.285	11,16
Neto dobitak pre poreza	50.155	53.483	6,63	72.515	44,60
Porez na dobitak	(13.118)	(13.973)	6,51	(19.121)	45,76
Neto dobitak posle poreza	37.037	39.510	6,67	53.394	44,16

Izvor: <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Financial-Statement/Income-Statement>

Na osnovu podataka iz tabele 6. 3. možemo zaključiti da je kompanija *Apple Inc.* u 2014. i 2015. godini ostvarila veće prihode od prodaje u odnosu na 2013. godinu, a ovo zbog toga što je neto prodaja rasla brže u odnosu na troškove prodaje. Uprkos tome što su operativni troškovi uvećani i u 2014. i u 2015. godini u odnosu na 2013. godinu, usled povećanja troškova istraživanja i razvoja pre svega, kompanija *Apple Inc.* je uspela da ostvari i povećanje operativnih prihoda, naročito u 2015. u odnosu na 2013. godinu, što ukazuje na uspešnost njenog poslovanja. Takođe, neto dobitak kao i neto dobitak posle poreza su povećani u 2014. godini u odnosu na 2013. godinu za 0,0663% i 0,0667%, respektivno, a u 2015. u odnosu na 2013. godinu neto dobitak posle poreza je povećan za 0,44%, što svakako ukazuje na prosperitetno i uspešno poslovanje kompanije *Apple Inc.* u posmatranom periodu.

6. 4. Racio analiza finansijskih izveštaja

Glavni cilj racio analize jeste „ispitivanje odnosa između logički povezanih delova finansijskih izveštaja sa ciljem da se istaknu i objasne ključne relacije od kojih zavisi ocena trenutnog, kao i projekcija budućeg finansijskog položaja preduzeća njegove zarađivačke sposobnosti” (Malinić i dr., 2012). Pri tome, uspešno vršenje racio analize podrazumeva najpre adekvatan izbor racia koji će biti predmet analize, zatim njihovo obračunavanje i tumačenje.

Prema kriterijumu informacionih ciljeva koje racia treba da pruže, razlikujemo četiri glavne grupe racia i to su (Malinić i dr., 2012):

- Racia likvidnosti
- Racia solventnosti
- Racia efikasnosti upravljanja imovinom i izvorima
- Racia profitabilnosti.

Racio analize likvidnosti i solventnosti se baziraju na primeni podataka iz bilansa stanja, pa se zbog toga zajednički nazivaju analizama stanja, a racio analize profitabilnosti i efikasnosti upravljanja imovinom i izvorima se zasnivaju na korišćenju podataka ne samo iz bilansa stanja, već i iz bilansa uspeha, zbog čega predstavljaju racio analize performansi preduzeća (Malinić i dr., 2012).

6. 4. 1. Pokazatelji likvidnosti: primer kompanije *Apple Inc.*

1) Tekući racio (*Current ratio*) predstavlja odnos tekuće aktive (obrtne imovine) i tekuće pasive (kratkoročnih obaveza). Racio tekuće likvidnosti pokazuje sposobnost kompanije da izmiri svoje tekuće obaveze likvidacijom tekuće aktive, odnosno njenim konvertovanjem u gotovinu. Ranije se strogo poštovalo pravilo prema kojem odnos obrtne imovine i kratkoročnih obaveza treba da iznosi 2:1 (Malinić i dr., 2012). Međutim, čak i vrednosti ispod ovog iznosa mogu biti prihvatljive i ne moraju značiti da preduzeće ima lošu kreditnu sposobnost, naročito ukoliko je njegova profitabilnost na zadovoljavajućem nivou. U tabeli 6. 4. možemo videti vrednosti ovog racia u periodu od 2011. do 2015. godine u kompaniji *Apple Inc.*, a potom i izvesti kratak zaključak o njenoj likvidnosti.

Tabela 6. 4. Vrednosti potrebne za dobijanje tekućeg racia likvidnosti, iznos datog racia u kompaniji *Apple Inc.* i iznos proseka u grani.

Izabrani finansijski podaci kompanije <i>Apple Inc.</i> izraženi u milionima USD (podaci se odnose na fiskalne godine).					
Godina	26.9.2015.	27.9.2014.	28.9.2013.	29.9.2012.	24.9.2011.
Tekuća aktiva	89.378	68.531	73.286	57.653	44.988
Tekuća pasiva	80.610	63.448	43.658	38.542	27.970
Tekući racio	1,11	1,08	1,68	1,50	1,61
Prosek u grani	1,64	1,59	1,84	1,76	1,67

Izvor: <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Ratios/Liquidity>

Iz priloženog možemo videti da se u svim posmatranim godinama ovaj racio nalazio ispod, ali veoma blizu idealne orijentacione normale koja iznosi 2 za ovaj racio. Pri tome, racio se u posmatranom periodu postepeno pogoršavao i dostigao najnižu vrednost u 2014. godini, nakon čega se neznatno popravio u 2015. Takođe, u svakoj od posmatranih godina se racio tekuće likvidnosti kompanije *Apple Inc.* nalazio ispod proseka u grani.

2) Brzi racio (*Quick ratio*) se dobija kada se monetarna aktiva podeli kratkoročnim obavezama. Ukupnu monetarnu aktivu pri tome čine gotovina, gotovinski ekvivalenti, plasmani u utržive hartije od vrednosti i kratkoročna potraživanja. Ovaj racio je dobio ime „ljuti” ili „brzi” racio, zbog činjenice da se prilikom njegovog procenjivanja mora poštovati pravilo da je odnos monetarne aktive i kratkoročnih obaveza 1:1, pa je orijentaciona normala za tumačenje ovog racia 1 (Malinić i dr., 2012).

Formula za izračunavanje ovog racia se može predstaviti na sledeći način:

$$\text{Brzi racio} = \frac{\text{monetarna aktiva}}{\text{kratkoročne obaveze}} = \frac{\text{kratkoroč.potraž.} + \text{plasmai} + \text{gotovina i gotov.ekvival.}}{\text{kratkoročne obaveze}}.$$

Tabela 6. 5. Vrednosti potrebne za dobijanje brzog racia likvidnosti, iznos datog racia u kompaniji *Apple Inc.* i iznos proseka u grani.

Izabrani finansijski podaci kompanije Apple Inc. izraženi u milionima USD (podaci se odnose na fiskalne godine).					
Godina	26.9.2015.	27.9.2014.	28.9.2013.	29.9.2012.	24.9.2011.
Monetarna aktiva	71.944	52.296	61.187	47.821	37.669
Tekuća pasiva	80.610	63.448	43.658	38.542	27.970
Brzi racio	0,89	0,82	1,40	1,24	1,35
Prosek u grani	1,32	1,23	1,47	1,38	1,29

Izvor: <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Ratios/Liquidity#Quick-Ratio>

Iz tabele 6. 5. se vidi da je u periodu od 2011. do 2013. godine brzi racio bio znatno iznad orijentacione normale, a u 2011. godini čak i iznad proseka grane, što nam govori da je u datom periodu kompanija imala izuzetno jaku finansijsku strukturu. Nakon toga, u 2014. i 2015. godini vrednosti ovog pokazatelja u kompaniji *Apple Inc.* su se nalazile ispod 1, kao i ispod proseka grane, što ukazuje na pogoršanje finansijske strukture, iako je vrednost ovog pokazatelja bila nešto viša u poslednjoj posmatranoj u odnosu na prethodnu godinu.

3) Gotovinski racio (*Cash ratio*) se dobija kada se zbir gotovine i utrživih hartija od vrednosti podeli sa tekućom pasivom (kratkoročnim obavezama). Ovaj racio je još stroži od prethodnog, s obzirom na to da isključuje pokriće kratkoročnih obaveza zalihama, koje su manje likvidne od gotovine i gotovinskih ekvivalenata (*Bodie* i dr., 2009).

Vrednost ovog pokazatelja iznad 1 bi značila da su gotovina i gotovinski ekvivalenti kompanije dovoljni za pokriće njenih ukupnih kratkoročnih obaveza. Nasuprot tome, vrednost ovog racia ispod jedan podrazumeva da su za finansiranje kratkoročnih obaveza potrebni i drugi izori. Iz tabele 6. 6. možemo videti da se vrednost ovog racia više nego duplo smanjila u 2014. u odnosu na 2013. godinu, nakon čega se neznatno popravila u 2015. godini u *Apple Inc.* kompaniji.

Tabela 6. 6. Vrednosti potrebne za dobijanje gotovinskog racia likvidnosti, iznos datog racia u kompaniji *Apple Inc.* i iznos proseka u grani.

Izabrani finansijski podaci kompanije <i>Apple Inc.</i> izraženi u milionima <i>USD</i> (podaci se odnose na fiskalne godine).					
Godina:	26.9.2015.	27.9.2014.	28.9.2013.	29.9.2012.	24.9.2011.
Ukupna novčana aktiva	41.601	25.077	40.546	29.129	25.952
Tekuća pasiva	80.610	63.448	43.658	38.542	27.970
Gotovinski racio	0,52	0,40	0,93	0,76	0,93
Prosek u grani	0,95	0,83	1,06	0,96	0,90

Izvor: <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Ratios/Liquidity#Quick-Ratio>

I pored nižih vrednosti sva tri racia likvidnosti u poslednje dve godine, možemo zaključiti da su likvidnost i solventnost kompanije *Apple Inc.* i dalje na prihvatljivom nivou, mada bi trebalo pratiti njihovo kretanje u bližoj budućnosti.

6. 4. 2. Glavni pokazatelji profitabilnosti i *Du Pont* sistem analize: primer kompanije *Apple Inc.*

U okviru analize profitabilnosti kompanije koriste se pokazatelji za utvrđivanje učešća određenog oblika dobitka u prihodima ostvarenim prodajom na internom i eksternom tržištu (Malinić i dr., 2012). Objasnićemo neke od osnovnih racia iz ove oblasti.

1) Stopa prinosa na ukupnu aktivu (*ROA – Return On Assets*) pokazuje profitabilnost kompanije uzimajući u obzir njenu ukupnu aktivu (imovinu). Ova stopa pokazuje koliko efikasno menadžment upravlja imovinom preduzeća, kako bi generisao zaradu. Drugi naziv ove stope jeste stopa prinosa na ukupno uloženi kapital (*ROI – Return On Investment*). Postoje različiti načini za dobijanje ovog racia. Ovaj pokazatelj se može izračunati kao količnik neto dobitka i ukupne aktive, a zatim se može dalje razložiti na dve ili više komponenti. Razlaganje stope prinosa na činioce se naziva *Du Pont* sistem analize, a glavni cilj je jasnije razumevanje kako promena vrednosti različitih komponenti utiče na vrednost samog racia (Malinić i dr., 2012).

U daljem tekstu ćemo reći nešto više o vrednostima ovog pokazatelja u kompaniji *Apple Inc.* Pri tome, treba imati u vidu da za ovaj pokazatelj ne postoji orijentaciona normala i da je najbolje vršiti poređenje njegovih vrednosti sa prosekom u grani, kao i sa vrednostima iz prethodnih perioda.

Tabela 6. 7. Vrednosti potrebne za dobijanje racia *ROA* i iznos datog racia u kompaniji *Apple Inc.* i iznos proseka u grani.

Izabrani finansijski podaci kompanije <i>Apple Inc.</i> izraženi u milionima <i>USD</i> (podaci se odnose na fiskalne godine).				
Godina:	2015.	2014.	2013.	2012.
Neto dobitak	53.394	39.510	37.037	41.733
Ukupna aktiva	290.479	231.839	207.000	176.064
ROA	18,38%	17,04%	17,89%	23,70%
Prosek u grani	12,18%	12,04%	11,95%	10,45%

Izvor: <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Ratios/Profitability#ROA>

Razlaganje *ROA* na dve komponente: stopa prinosa na ukupnu aktivu se može dobiti kao proizvod neto profitne marže i racia obrta imovine. Pri tome, neto profitna marža predstavlja količnik neto profita i prihoda, dok se obrt ukupne imovine dobija deljenjem prihoda od prodaje prosečnom imovinom preduzeća. Formula za racio *ROA* tada glasi:

$$ROA = \frac{\text{neto dobitak}}{\text{ukupna aktiva}} = \text{racio neto profitne marže} \times \text{racio obrta ukupne aktive}.$$

Tabela 6. 8. Razlaganje *ROA* na dve komponente, podaci kompanije *Apple Inc.*.

Izabrani finansijski podaci kompanije <i>Apple Inc.</i> (podaci se odnose na fiskalne godine).			
Godina:	ROA	Racio neto profitne marže	Racio obrta ukupne aktive
2015.	18,38%	22,85%	0,80
2014.	17,04%	21,61%	0,79
2013.	17,89%	21,67%	0,83
2012.	23,70%	26,67%	0,89

Izvor: <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Ratios/DuPont>

Razlaganje *ROA* na četiri komponente: u ovom slučaju, *ROA* se dobija kao proizvod racia poreskog opterećenja, racia kamatnog opterećenja, racia operativne profitne marže i racia obrtnih sredstava. Pokazatelj *ROA* se u ovom slučaju može predstaviti može predstaviti sledećom formulom:

$ROA = \text{poresko opterećenje} \times \text{kamatno opterećenje} \times \text{operativna marža} \times \text{obrt aktive.}$

Tabela 6. 9. Razlaganje ROA na četiri komponente, podaci kompanije *Apple Inc.*.

Izabrani finansijski podaci kompanije <i>Apple Inc.</i> (podaci se odnose na fiskalne godine).					
Godina:	ROA	poresko opterećenje	kamatno opterećenje	operativna marža	obrt aktive
2015.	18,38%	0,74	0,99	31,34%	0,80
2014.	17,04%	0,74	0,99	29,47%	0,79
2013.	17.89%	0,74	1,00	29,43%	0,83
2012.	23,70%	0,75	1,00	35,63%	0,89

Izvor: <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Ratios/DuPont>

Na osnovu podataka iz tabela možemo uvideti da se iznos ROA znatno smanjio u 2013. u odnosu na 2012. godinu. Međutim, dolazi do povećanja ovog racia u 2015. u odnosu na prethodnu godinu, i to iznad nivoa iz 2013. godine. Ovo ukazuje na popravljjanje profitabilnosti kompanije u skorijem periodu. Takođe, na osnovu tabele 6. 7. možemo uvideti da je iznos ovog racia u kompaniji *Apple Inc.* znatno viši od proseka u grani u svakoj od posmatranih godina, što ukazuje na njenu znatno veću profitabilnost u odnosu na najveće konkurente.

Iz tabele 6. 8. vidimo da je glavni razlog povećanja ROA u 2015. godini bio povećanje racia neto profitne marže (sa 21,61% na 22,85%). Isto tako, drastično opadanje vrednosti ROA u 2013. u odnosu na prethodnu godinu je predstavljalo posledicu smanjenja vrednosti racia neto profitne marže (sa 26,67% na 21,67%), ali i smanjenja racia obrta aktive (sa 0,89 na 0,83).

Dubljim raščlanjavanjem ROA, prikazanim u tabeli 6. 9., možemo zaključiti da se povećanje ovog racia u 2015. u odnosu na prethodnu godinu duguje povećanju racia operativne profitne marže (sa 29, 47% na 31,34%), dok ostale komponente ostaju nepromenjene u posmatranom periodu.

2) Stopa prinosa na akcijski kapital (*ROE – Return On Equity*) se dobija kao odnos neto profita i akcijskog kapitala. Njome se utvrđuje profitabilnost, tako što se meri koliki je profit kompanija generisala kapitalom koji su akcionari investirali u preduzeće. Kao i ROA, ROE se može izračunati na različite načine i dublje raščlanjivati. U svrhe naše analize pokazaćemo raščlanjavanje ROE na dve, a potom na pet komponenti. Takođe ćemo protumačiti iznose njenih vrednosti na primeru *Apple Inc.* kompanije.

Razlaganje *ROE* na dve komponente: na osnovu ovakvog razlaganja stope prinosa na akcijski kapital, možemo uvideti da su racia *ROA* i *ROE* usko povezani. Zapravo, u datom slučaju će stopa prinosa na ukupnu aktivu (*ROA*) predstavljati jednu od komponenti *ROE* pokazatelja, dok će drugu predstavljati finansijski leveridž. Finansijski leveridž se dobija kao količnik procentualnog povećanja neto dobitka i procentualnog povećanja poslovnog dobitka. Efekat *ROA*, kao i finansijskog leveridža na iznos *ROE* može biti pozitivan ili negativan. Dakle, najjednostavnija formula za izračunavanje *ROE* je:

$$ROE = ROA \times \text{finansijski leveridž.}$$

Tabela 6. 10. Razlaganje *ROE* na dve komponente, podaci kompanije *Apple Inc.*

Izabrani finansijski podaci kompanije <i>Apple Inc.</i> (podaci se odnose na fiskalne godine).			
Godina:	<i>ROE</i>	<i>ROA</i>	finansijski leveridž
2015.	44,74%	18,38%	2,43
2014.	35,42%	17,04%	2,08
2013.	29,98%	17,89%	1,68
2012.	35,30%	23,70%	1,49

Izvor: <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Ratios/DuPont#Two-Component-Disaggregation-of-ROE>

Razlaganje *ROE* na pet komponenti: u ovom slučaju, *ROE* će se dobiti kao proizvod stope poreskog opterećenja, stope kamatnog opterećenja, stope operativne marže, stope obrta aktive i finansijskog leveridža. Uviđamo da je ovakav način razlaganja *ROE* zapravo posledica razlaganja *ROA* na četiri pomenute komponente, a zatim njenog množenja sa finansijskim leveridžom. Formula za *ROE* tada ima oblik:

$$ROE = \text{poresko opterećenje} \times \text{kamatno opterećenje} \times \text{operativna marža} \times \text{obrta aktive} \times \text{leveridž.}$$

Kao i u slučaju *ROA* pokazatelja, kod *ROE* racia ne postoji adekvatna orijentaciona norma, već je najbolje vrednosti upoređivati sa prosekom u grani, industriji, kao i vrednostima iz prethodnih perioda.

Tabela 6. 11. Razlaganje ROE na pet komponenti, podaci kompanije *Apple Inc.*.

Izabrani finansijski podaci kompanije <i>Apple Inc.</i> (podaci se odnose na fiskalne godine).						
Godina:	ROE	poresko opterećenje	kamatno opterećenje	operativna marža	obrt aktive	leveridž
2015.	44,74%	0,74	0,99	31,34%	0,80	2,43
2014.	35,42%	0,74	0,99	29,47%	0,79	2,08
2013.	29,98%	0,74	1,00	29,43%	0,83	1,68
2012.	35,30%	0,75	1,00	35,63%	0,89	1,49

Izvor: <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Ratios/DuPont#Five-Component-Disaggregation-of-ROE>

Sektor industrije kojem pripada kompanija *Apple Inc.* jeste hardver tehnologija i oprema (*Technology Hardware and Equipment*), a neki od njenih glavnih konkurenata su *Intel Corp.*, *EMC Corp.* i *Cisco Systems Inc.* U narednoj tabeli biće navedene vrednosti ovog pokazatelja u datim kompanijama, kao i u pomenutom sektoru, radi daljeg poređenja.

Tabela 6. 12. Vrednosti ROE racia kompanije *Apple Inc.*, njenih konkurenata i prosek u grani.

Izabrani finansijski podaci kompanije <i>Apple Inc.</i> (podaci se odnose na fiskalne godine).				
Godina:	2015.	2014.	2013.	2012.
ROE u <i>Apple Inc.</i>	44,74%	35,42%	29,98%	35,30%
Iznos ROE kod konkurenata:				
1) <i>Cisco Systems Inc.</i>	15,04%	13,86%	16,89%	15,68%
2) <i>Intel Corp.</i>	18,70%	20,95%	16,51%	21,49%
3) <i>EMC Corp.</i>	9,41%	12,39%	12,95%	12,22%
Prosek u grani	26,81%	24,07%	21,83%	18,95%

Izvor: <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Ratios/Profitability#ROE>

Iz tabele 6. 11. vidimo da se vrednost pokazatelja ROE u kompaniji *Apple Inc.* postepeno povećavala u posmatranom periodu, izuzev blagog pada u 2013. godini. Povećanje ROE u 2015. u odnosu na prethodnu godinu (sa 35,42% na 44,74%) ukazuje na značajno popravljavanje profitabilnosti i finansijske strukture kompanije.

U poređenju sa pomenutim konkurentima, *Apple Inc.* nesumnjivo prednjači u visini ovog racia, što ukazuje na veću profitabilnost i uspešnost poslovanja ove kompanije u odnosu na konkurente u grani. Takođe, vrednost ovog racia kompanije *Apple Inc.* je znatno viša od proseka grane u svakoj od posmatranih godina, što ukazuje na njeno nesumnjivo vođstvo u datoj industriji (tabela 6. 12.).

Na osnovu tabele 6. 10. možemo zaključiti da se povećanje *ROE* u 2015. u odnosu na prethodnu godinu podjednako duguje pozitivnim efektima povećanja finansijskog leveridža (sa 2,08 na 2,43), kao i racia *ROA* (sa 17,04% na 18,28%). Dubljim raščlanjavanjem *ROE* (u tabeli 6. 11.) vidimo da je njegovo povećanje u 2015. godini u odnosu na 2014. godinu posledica povećanja racia operativne marže kao i pomenutog finansijskog leveridža. To nam govori da je preduzeće u poslednjem periodu uspešno koristilo pozajmljene izvore sredstava i da je ostvarivalo visoke iznose operativnog dobitka po jedinici neto prihoda od prodaje, što ponovo ukazuje na zdravu finansijsku strukturu kompanije u posmatranom periodu.

Dosadašnja racio analiza nam je omogućila bolji uvid u stanje likvidnosti, profitabilnosti, kao i finansijske strukture kompanije *Apple Inc.* u posmatranom periodu od 5 godina. Sve ove informacije su relevantne za buduće investitore, koji treba da donesu odluku o tome da li da svoja sredstva investiraju u akcije neke kompanije ili ne. U ovom delu rada posvetili smo se nekim od najvažnijih racia (tekući, brzi i gotovinski racio likvidnosti, *ROA* i *ROE*). Kroz razlaganje pokazatelja *ROA* i *ROE* smo stekli uvid i u kretanje nekih drugih pokazatelja, koji predstavljaju njihove komponente (stopa poreskog opterećenja, stopa kamatnog opterećenja, stopa operativne marže, stopa obrta ukupne aktive i finansijski leveridž).

6. 5. Analiza profitabilnosti iz perspektive investitora: Primer kompanije *Apple Inc.*

Osnovni set finansijskih izveštaja predstavlja važan izvor informacija za investitore, međutim, mora se imati u vidu da se „sve informacije neophodne za njihovo odlučivanje ne mogu naći samo u finansijskim izveštajima, već su neophodni i drugi izvori, a pre svega tržišne informacije” (Malinić i dr., 2012).

Postoji nekoliko karakteristika analize profitabilnosti iz perspektive investitora, po kojima se ona razlikuje od opšte finansijske analize (Malinić i dr., 2012):

- 1) Informaciona osnova za analizu profitabilnosti iz perspektive investitora je šira, s obzirom na to da ova analiza ne koristi samo informacije iz finansijskih izveštaja, već i tržišne informacije;
- 2) Rezultati koji se dobijaju na osnovu vršenja ove analize su glavni inputi prilikom utvrđivanja očekivanih prinosa akcionara;
- 3) Određeni pokazatelji koji se koriste u okviru ove analize nisu uporedivi sa datim pokazateljima drugih preduzeća, a ni u vremenskom okviru istog preduzeća;

4) Interpretacija ovih pokazatelja je veoma složena, kako zbog otežane uporedivosti dobijenih rezultata, tako i zbog uticaja politike dividendi, finansiranja i investicione politike na dobijene rezultate.

U daljem tekstu ćemo se posvetiti nekim od najvažnijih pokazatelja koje investitori redovno koriste prilikom donošenja odluka o ulaganju u akcije nekog preduzeća.

1) *P/E ratio (price-earnings ratio)* predstavlja odnos između tržišne cene akcija i dobitka po akciji, koji zapravo pokazuje koliko su investitori spremni da plate za jedan dolar dobitka preduzeća (Malinić i dr., 2012).

Ukoliko je iznos ovog racia viši, to znači da je tržište (investitori) spremno da plati više, te da se očekuje budući rast neto dobitka, odnosno da investitori imaju poverenja u datu kompaniju (Barjaktarović i dr., 2013). Visoke vrednosti ovog racia „investitorima mogu signalizirati da određena kompanija dobro posluje, te da treba uložiti u akcije date kompanije, međutim, visoka vrednost *P/E* racia može značiti i da su akcije precenjene, te da ih treba prodati” (Barjaktarović i dr., 2013). S druge strane, nizak iznos ovog racia može značiti da su akcije neke kompanije potcenjene i da bi trebalo investirati u datu kompaniju ili da tržište nema poverenja u datu kompaniju, te da bi akcije datog preduzeća trebalo prodati.

Kakvu odluku bi investitori trebalo da donesu o kupovini i prodaji akcija „ne može se zaključiti samo na osnovu apsolutnog iznosa *P/E* racia, već u obzir treba uzeti i ostale relevantne pokazatelje tržišne vrednosti preduzeća, kao i vrednosti ovog racia u konkurentskim kompanijama, u sektoru kojem kompanija pripada, kao i u industriji” (Barjaktarović, 2013).

I pored izvesnih nedostataka pri izračunavanju i upoređivanju *P/E* racia različitih kompanija, ovaj racio se često koristi kao pokazatelj očekivanog rasta dividendi ili profita, pri čemu na *Wall Street*-u važi pravilo da stopa rasta treba da bude približno jednaka vrednosti ovog racia (Bodie i dr., 2009). Shodno tome, *PEG* racio (*price/earnings to growth ratio*) kao odnos između *P/E* racia i stope rasta dividendi bi trebalo da iznosi približno 1 (Bodie i dr., 2009).

Tabela 6. 13. Izračunavanje *P/E* racia kompanije *Apple Inc.*, kao i prikaz *P/E* racia konkurenata, proseka u sektoru i industriji za period od 5 godina (od 2011. do 2015. godine).

Apple Inc.	26.09.2015.	27.09.2014.	28.09.2013.	29.09.2012.	24.09.2011.
Broj izdatih obćnih akcija	5.575.331.000	5.864.840.000	6.298.166.000	6.584.844.000	6.505.863.000
Izabrani finansijski podaci (u USD):					
Neto prihod (u milionima)	53.394	39.510	37.037	41.733	25.922
Zarada po akciji (EPS)	9,58	6,74	5,88	6,34	3,98
Cena akcije	119,27	105,11	74,99	85,05	57,23
Racio:					
P/E racio	12,45	15,60	12,75	13,42	14,36
Reperi:					
P/E Racio, Konkurenti:					
<i>Cisco Systems Inc.</i>	14,82	16,14	12,98	12,55	13,54
<i>HP Inc.</i>	4,82	14,57	10,48	–	7,40
<i>Intel Corp.</i>	11,85	13,90	12,80	9,48	10,29
<i>Qualcomm Inc.</i>	17,18	16,11	17,19	16,21	20,59
<i>Texas Instruments Inc.</i>	17,66	21,89	22,29	21,47	17,06
P/E Racio, Sektor:					
Hardver tehnologija i oprema	12,69	15,62	13,35	16,60	13,10
P/E Racio, Industrija:					
Tehnologija	19,46	17,67	16,16	16,63	14,12

Izvor: <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Valuation/Ratios#Current-Valuation-Ratios>

Na osnovu podataka iz tabele 6. 13. možemo videti da je *P/E* racio kompanije *Apple Inc.* postepeno opadao od 2011. do 2013. godine, nakon čega je značajno povećan u 2014. godini (sa 12,75 na 15,60). Do ovog povećanja vrednosti *P/E* racia je došlo usled toga što je tržišna cena rasla nešto brže od zarade po akciji (*EPS*-a). Nakon toga, u 2015. godini je iznos ovog racia znatno opao, ispod nivoa iz 2013. godine (na 12,45). U svakoj od posmatranih godina je vrednost ovog racia u kompaniji *Apple Inc.* bila ispod proseka u industriji i ova razlika je naručito značajna u 2015. godini, a slično se može zaključiti i poređenjem ovog racia sa prosekom u sektoru hardver tehnologije i opreme. Što se tiče glavnih konkurenata, kompanije *Qualcomm Inc.* i *Texas Instruments Inc.* su u svakoj od posmatranih godina imale znatno više iznose *P/E* racia u odnosu na *Apple Inc.* kompaniju.

2) *P/B* racio (*price to book value ratio*) predstavlja odnos između tržišne cene i knjigovodstvene vrednosti akcija i koristi se kao relativna mera odstupanja između ove dve vrednosti (Malinić i dr., 2012). Po pravilu bi, kod kompanija koje uspešno posluju, knjigovodstvena vrednost (kao razlika između aktive i obaveza preduzeća) trebalo da bude niža od tržišne vrednosti, dakle vrednost ovog racia bi trebalo da bude viša od 1 (Malinić i dr., 2012).

Tabela 6. 14. Izračunavanje *P/B* racia kompanije *Apple Inc.*, kao i prikaz *P/B* racia konkurenata, proseka u sektoru i industriji za period od 5 godina (od 2011. do 2015. godine).

Apple Inc.	26.09.2015.	27.09.2014.	28.09.2013.	29.09.2012.	24.09.2011.
Broj izdatih običnih akcija	5.575.331.000	5.864.840.000	6.298.166.000	6.584.844.000	6.505.863.000
Izabrani finansijski podaci (u USD \$):					
Akcijski kapital (u milionima)	119.355	111.547	123.549	118.210	76.615
Knjigovodstvena vrednost po akciji (BVPS)	21,41	19,02	19,62	17,95	11,78
Cena akcije	119,27	105,11	74,99	85,05	57,23
Racio:					
P/B racio	5,57	5,53	3,82	4,74	4,86
Reperi:					
P/B Racio, Konkurenti:					
<i>Cisco Systems Inc.</i>	2,23	2,24	2,19	1,97	1,86
<i>HP Inc.</i>	0,79	2,73	1,96	1,22	1,36
<i>Intel Corp.</i>	2,21	2,91	2,11	2,04	2,90
<i>Qualcomm Inc.</i>	2,88	3,28	3,26	2,95	3,25
<i>Texas Instruments Inc.</i>	5,30	5,94	4,46	3,45	3,48
P/B Racio, Sektor:					
Hardver tehnologija i oprema	3,55	3,89	3,00	3,23	3,13
P/B Racio, Industrija:					
Tehnologija	4,07	4,01	3,74	3,66	3,77

Izvor: <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Valuation/Ratios#Current-Valuation-Ratios>

Iz tabele 6. 14. možemo videti da je vrednost *P/B* racia u kompaniji *Apple Inc.* bila znatno iznad 1 u svakoj od posmatranih 5 godina. Pri tome, iznos ovog racia postepeno je opadao u periodu od 2011. do 2013. godine, nakon čega je u 2014. godini znatno porastao u odnosu na prethodnu (sa 3,82 na 5,53). Vrednost ovog racia je nastavila da se uvećava i u 2015. godini, pre svega zbog povećanja tržišne cene akcija (sa 105,11\$ na 119,27\$). Ovo nam govori da je poverenje investitora u performanse kompanije *Apple Inc.* počelo da se povećava u 2014. i 2015. godini. Iznos ovog racia u kompaniji *Apple Inc.* je bio znatno viši od proseka u industriji, kao i od proseka u sektoru hardver tehnologije i opreme u svakoj od posmatranih pet godina. Takođe, *P/B* racio kompanije *Apple Inc.* je bio dominantno viši u odnosu na iznose ovog racia u konkurentskim kompanijama, a jedini izuzetak je bila kompanija *Texas Instruments Inc.*, koja je u 2013. i 2014. godini imala nešto više vrednosti ovog racia. Iz svega navedenog možemo zaključiti da su akcije kompanije *Apple Inc.* atraktivne za investitore i da niže vrednosti ranije pomenutog *P/E* racia ne znače da bi akcije ove kompanije trebalo prodati, već da su one verovatno potcenjene.

3) *P/OP* racio (*price to operating profit ratio*) predstavlja odnos između tržišne cene i operativnog dobitka (prihoda). S obzirom na to da ranije pomenuti *P/E* racio može biti osetljiv na nepovratne zarade, kao i strukturu kapitala, analitičari mogu koristiti i *P/OP* racio, kako bi poređenjem ovog racia sa prosekom u sektoru i industriji stekli jasniju sliku o tome da li su akcije posmatranog preduzeća precenjene ili potcenjene.

Tabela 6. 15. Izračunavanje *P/OP* racia kompanije *Apple Inc.*, kao i prikaz *P/OP* racia konkurenata, proseka u sektoru i industriji za period od 5 godina (od 2011. do 2015. godine).

Apple Inc.	26.09.2015.	27.09.2014.	28.09.2013.	29.09.2012.	24.09.2011.
Broj izdatih običnih akcija	5.575.331.000	5.864.840.000	6.298.166.000	6.584.844.000	6.505.863.000
Izabrani finansijski podaci (u USD \$):					
Poslovni prihodi (u milionima)	71.230	52.503	48.999	55.241	33.790
Poslovni dobitak po akciji	12,78	8,95	7,78	8,39	5.19
Cena akcije	119,27	105,11	74,99	85,05	57.23
Racio					
P/OP racio	9,34	11,74	9,64	10,14	11.02
Reperi:					
P/OP Racio, Konkurenti:					
<i>Cisco Systems Inc.</i>	12,36	13,57	11,57	10,03	11.45
<i>HP Inc.</i>	4,02	10,16	7,51	–	5.41
<i>Intel Corp.</i>	9,66	10,60	10,02	7,13	7.62
<i>Qualcomm Inc.</i>	15,68	17,00	16,30	17,43	17.45
<i>Texas Instruments Inc.</i>	12,34	15,64	17,02	19,14	12.75
P/OP Racio, Sektor:					
Hardver tehnologija i oprema	9,85	12,19	10,53	12,14	10.07
P/OP Racio, Industrija:					
Tehnologija	14,79	14,33	13,03	12,89	11.01

Izvor: <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Valuation/Ratios#Current-Valuation-Ratios>

Iz tabele 6. 15. možemo videti da je vrednost *P/OP* racia postepeno opadala u periodu od 2011. do 2013. godine, nakon čega je porasla u 2014. godini (na 11,74), a zatim opala u 2013. godini ispod nivoa iz 2013. godine (na 9,34). Ovakvo kretanje racia u poslednjoj godini nije poželjno, naručito uzevši u obzir da je njegova vrednost ispod proseka sektora hardver tehnologije i opreme, kao i znatno ispod proseka industrije (14,79). Posmatrajući glavne konkurente kompanije *Apple Inc.*, možemo videti da su kompanije *Qualcomm Inc.* i *Texas Instruments Inc.* imale znatno više iznose ovog racia u svakoj od posmatranih godina, dok su ostale uglavnom imale znatno niže iznose ovog racia.

Treća pomoćna hipoteza u ovom radu je glasila: Akcije kompanije *Apple Inc.* su atraktivne za investitore. Imajući u vidu dominantno visoke iznose *P/B* racia kompanije *Apple Inc.* u posmatranom periodu, kao i ranije ustanovljene visoke profitabilnosti ove kompanije, mogli bismo zaključiti da su njene akcije potcenjene (na šta ukazuju niži iznosi *P/E* racia u odnosu na prosek u grani i prosek u sektoru). Na osnovu horizontalne analize bilansa uspeha smo ranije stekli i jasniju sliku o finansijskoj strukturi ove kompanije i uvideli da se neto dobitak kompanije *Apple Inc.* iz godine u godinu postepeno povećava i da je u 2015. godini iznosio 53.394 miliona USD. U prvom kvartalu 2016. fiskalne godine kompanija je ostvarila neto dobitak posle poreza od čak 18.361 miliona USD, nakon čega je u drugom i trećem kvartalu ostvarila neto dobitke posle poreza od 10.516 i 7.796 miliona USD, respektivno (Izvor: <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Valuation/Ratios/Quarterly-Data#Historical-Valuation-Ratios-Summary>). Iako se iznos ostvarenog dobitka postepeno smanjuje, on se i dalje nalazi na zadovoljavajućem visokom nivou.

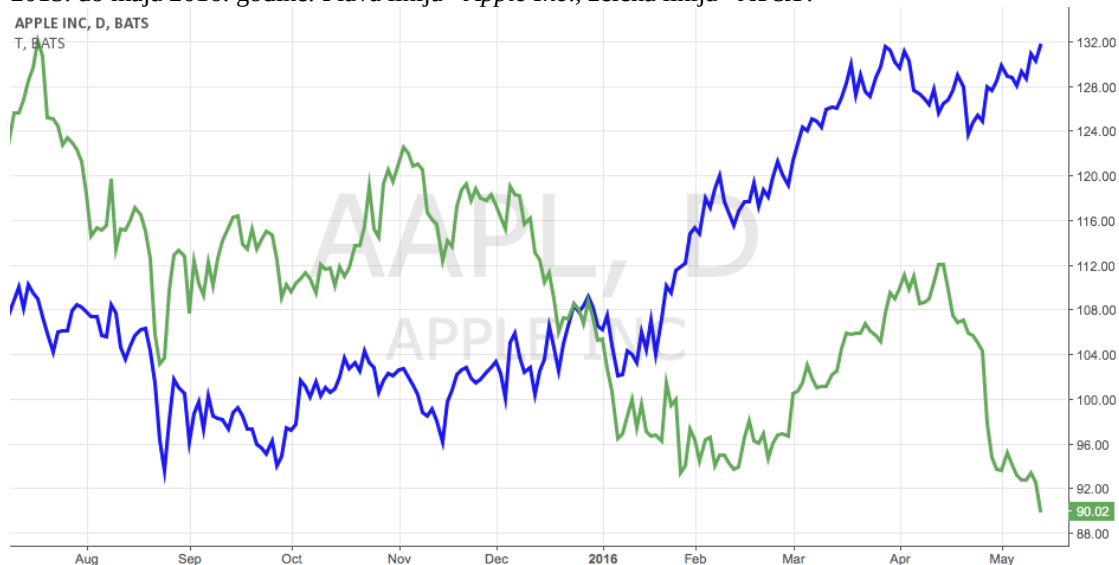
Prezentirani rezultati su korisni kako za postojeće, tako i za buduće investitore, s obzirom na to da se iz neto dobitka posle poreza, nakon što preduzeće određeni deo reinvestira u dalje poslovanje, investitorima (akcionarima) isplaćuju dividende, pa je u njihovom interesu da se iznos ovog dobitka stalno uvećava. Shodno svemu navedenom, možemo reći da je naša treća pomoćna hipoteza načelno istinita, odnosno da akcije kompanije *Apple Inc.* jesu atraktivne za investitore i da bi oni mogli profitirati njihovom kupovinom. Ipak, treba imati u vidu nešto veću zaduženost kompanije u poslednje dve godine i pratiti njenu opadajuću likvidnost.

6. 6. Performanse akcija kompanije *Apple Inc.* i tumačenje kretanja vodećih berzanskih indeksa

Na osnovu analize finansijskih izveštaja neke kompanije možemo steći jasniji uvid u njenu trenutnu situaciju i videti istorijsko kretanje cena njenih akcija. Ipak, da bismo predvideli kako će se cene akcija kretati u budućem periodu, poželjno je razumeti i protumačiti kretanje berzanskih indeksa, koji daju jasniju sliku o stanju celokupnog finansijskog tržišta jedne zemlje.

Ranije smo naveli neke od najznačajnijih berzanskih indeksa u SAD-u, pri čemu su najčešće korišćeni *S&P 500* i *DJIA* indeks. Pri tome, kompanije koje su uključene u poznate berzanske indekse se sa protokom vremena menjaju, kako bi oslikavale realnu situaciju na finansijskom tržištu. Tako je od 19.03.2015. godine kompanija *Apple Inc.* postala komponenta *DJIA* indeksa, umesto kompanije *AT&T*. Cena akcije *Apple Inc.* je na pomenuti dan iznosila 127,50 *USD*, a *AT&T* kompanije svega 33,20 *USD*. Nakon toga cene akcija kompanije *Apple Inc.* su krenule značajno da opadaju i u maju 2016. godine su se kretale ispod 90 *USD*, dok su cene akcija *AT&T* postepeno rasle u posmatranom periodu i dostigle nivo od 40 *USD* u maju iste godine (*Hankin*, 2016). U datom periodu *DJIA* indeks je opao za svega 1%, međutim, cene akcija *Apple Inc.* su opale čak za 26%, a cene akcija kompanije *AT&T* su porasle za 25% (*Hankin*, 2016). Na slici 6. 1. prikazano je kretanje indeksa cena akcija kompanija *Apple Inc.* i *AT&T* u pomenutom periodu.

Slika 6. 1. Grafikon kretanja indeksa cena akcija kompanija *Apple Inc.* i *AT&T* u periodu od avgusta 2015. do maja 2016. godine. Plava linija - *Apple Inc.*, zelena linija - *AT&T*.



Izvor: <http://www.investopedia.com/articles/insights/051216/apple-att-and-dow-effect-aapl-t.asp?ad=dirN&qo=investopediaSiteSearch&qsrc=0&o=40186>

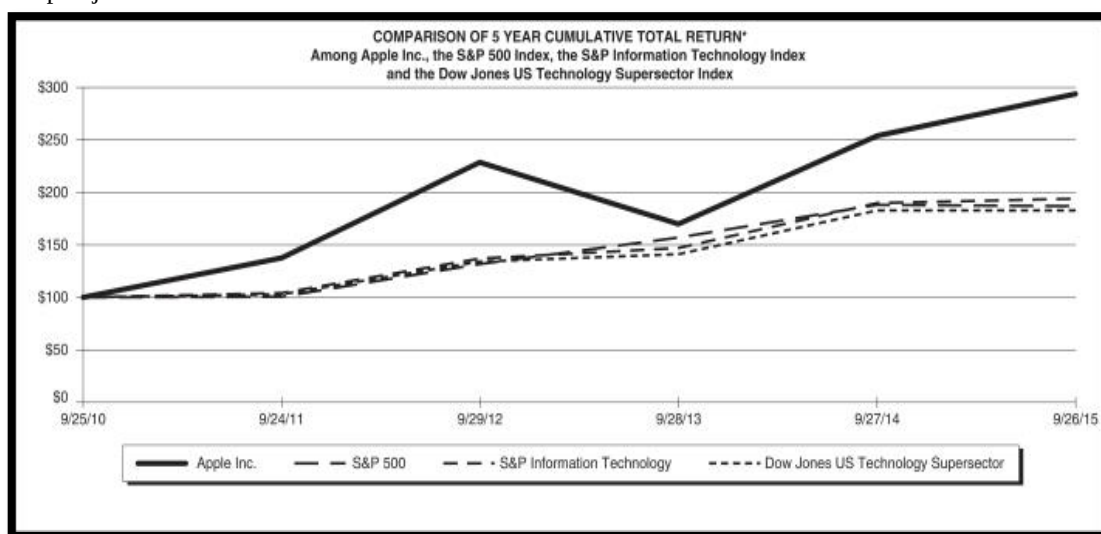
Opadanje cene akcija kompanije Apple Inc. nakon njihovog uključivanja u DJIA indeks bi moglo predstavljati slučajnost, međutim, prethodno iskustvo je pokazalo drugačije. Naime, u septembru 2013. godine kompanija *Alcoa Inc.* (AA) je isključena iz DJIA indeksa i umesto nje su uključene akcije kompanije *Nike Inc.* (NKE), a u narednih godinu dana cene akcije kompanije *Alcoa Inc.* su porasle čak za 95%, dok su cene akcija *Nike Inc.* porasle za svega 18%, a ovakav trend je nastavljen i u narednim godinama (Hankin, 2016).

Slično tome, nakon što su akcije kompanije *Hewlett-Packard* zamenjene akcijama kompanije *Visa Inc.* u DJIA indeksu, njihova cena je porasla čak za 73%, dok su cene akcija *Visa Inc.* kompanije u datom periodu porasle za svega 9% (Hankin, 2016). Isto tako, ranije smo napomenuli da se kompanije čije akcije su uključene u vodeće indekse sa protokom vremena menjaju, što takođe znači da njihove performanse opadaju i da to što su uključene u vodeće indekse ne garantuje njihovu uspešnost na dugi rok.

Naša druga pomoćna hipoteza je glasila: Uključivanje akcije određene kompanije u neki od vodećih berzanskih indeksa povećava njenu atraktivnost za investitore. Iz svega navedenog možemo zaključiti da to što je neka akcija isključena iz poznatog berzanskog indeksa ne mora značiti da ona postaje manje atraktivna i da je odmah treba prodati. Isto tako, uključivanje akcije u neki od najčešće korišćenih indeksa ne znači da datu akciju treba zadržati u investicionom portfoliju i da njene akcije neće početi da opadaju. Shodno tome, možemo reći da druga pomoćna hipoteza nije načelno istinita i da postoje brojni drugi faktori o kojima investitori moraju voditi računa kada donose odluku o kupovini neke akcije.

Akcije kompanije *Apple Inc.* su takođe komponente *S&P 500*, *S&P Information Technology* i *Dow Jones US Technology Supersector* indeksa. Na slici 6. 2. je prikazano kretanje kumulativnog ukupnog prinosa kompanije *Apple Inc.*, kao i pomenutih indeksa u periodu od septembra 2010. do septembra 2015. godine. Sa datog grafikona možemo videti da je rast cena akcija kompanije *Apple Inc.*, naručito u periodu od septembra 2011. do septembra 2013. godine, doprineo rastu *S&P 500*, *S&P Information Technology* i *Dow Jones US Technology Supersector* indeksa. Takođe možemo videti i da je opadanje cene akcija date kompanije u septembru 2013. godine najnepovoljnije uticalo na rast *Dow Jones US Technology Supersector* indeksa.

Slika 6. 2. Grafikon poređenja petogodišnjeg kumulativnog ukupnog prinosa akcija kompanije *Apple Inc.*, *S&P 500* indeksa, *S&P Information Technology* indeksa i *Dow Jones US Technology Supersector* indeksa. Prilikom izrade grafikona, pretpostavljeno je da je 100 USD investirano u svaku običnu akciju kompanije *Apple Inc.* u septembru 2010. godine i korišćeni su datumi kraja svake fiskalne godine ove kompanije.



Izvor: <http://investor.apple.com/secfiling.cfm?filingid=1193125-15-356351&cik=320193>

Tabela 6. 16. Brojčani prikaz poređenja petogodišnjeg kumulativnog ukupnog prinosa akcija kompanije *Apple Inc.*, *S&P 500* indeksa, *S&P Information Technology* indeksa i *Dow Jones US Technology Supersector* indeksa (vrednosti su iskazane u USD).

	Septembar 2010	Septembar 2011	Septembar 2012	Septembar 2013	Septembar 2014	Septembar 2015
<i>Apple Inc.</i>	100	138	229	170	254	294
<i>S&P 500</i> indeks	100	101	132	157	188	187
<i>S&P Information Technology</i>	100	104	137	147	190	194
<i>Dow Jones US Technology Supersector</i> indeks	100	103	134	141	183	183

Izvor: <http://investor.apple.com/secfiling.cfm?filingid=1193125-15-356351&cik=320193>

Ipak, svaki od prikazanih indeksa pokazuje tendenciju rasta, naručito u 2015. godini, zbog čega možemo zaključiti da je stanje na finansijskim tržištima trenutno na zadovoljavajućem nivou. Pomenuti podaci su i broičano prikazani u tabeli 6. 16., pod pretpostavkom da je 100 USD investirano u sve obične akcije kompanije *Apple Inc.* na kraju njene fiskalne 2010. godine (25.09.2010.). Dugoročno posmatrano, izuzev blagog pada u 2013. godini (sa 229 na 170 USD), cene akcija kompanije *Apple Inc.* su kontinuirano rasle u periodu od 2010. do 2015. godine.

Prva pomoćna hipoteza u master radu je glasila: Kretanje vodećih berzanskih indeksa može pomoći u predviđanju budućeg kretanja cena akcija. Uopšteno govoreći, tumačenje kretanja vodećih berzanskih indeksa je veoma značajno za svakog investitora i predstavlja važan izvor informacija prilikom njihovog odlučivanja o investiranju. Primera radi, ukoliko *DJIA* indeks poraste za 10 poena danas u odnosu na juče, to će značiti da je trošak kupovine 50 akcija, koje su uključene u dati indeks, za 10 USD viši danas nego trošak kupovine istih 50 akcija prethodnog dana, uzimajući u obzir potencijalna deljenja akcija i politike dividendi. Zapravo, ovo nam govori da su date akcije vrednije danas nego što su bile prethodnog dana. Zbog svega navedenog, praćenje dugoročnog kretanje *DJIA* i drugih berzanskih indeksa sa protokom vremena može predstavljati važan reper za stanje celokupne ekonomije jedne zemlje. Ukoliko njihovo kretanje pokazuje uzlazni (*bullish*) trend, to će investitorima signalizirati da je stanje na berzi povoljno i da će se trend, bar kratkoročno posmatrano, nastaviti, te da bi bilo poželjno zadržati akcije koje oni već poseduju u svom portfoliju ili kupiti akcije određene kompanije i sačekati rast njihove cene u bliskoj budućnosti, kako bi njihovom prodajom ostvarili zaradu. Isto tako, ukoliko kretanje nekog indeksa pokazuje opadajući (*bearish*) trend, to će investitorima ukazati na mogućnost opadanja cena akcija koje oni drže. U tom slučaju, oni mogu odmah prodati akcije ukoliko se očekuje dalje pogoršanje stanja u privredi ili datoj kompaniji, ili pak, ukoliko silazni trend nije značajno veliki, oni mogu zadržati akcije i sačekati da se situacija na tržištu ili u kompaniji čije akcije poseduju popravi. Iz svega navedenog, možemo videti da je naša prva pomoćna hipoteza istinita, i da posmatranje istorijskog kretanja berzanskih indeksa može poslužiti za predviđanje budućeg kretanja vrednosti akcija. Ipak, funkcionisanje kompanija i tržišta je veoma složeno. Neretko se dešavalo da usled ekonomske ili finansijske krize, neke informacije koja je zabrinula javnost i slično, cene akcija preko noći opadnu na veoma nizak nivo. Zbog toga svaki investitor ne bi trebalo samo da se oslanja na posmatranje kretanja berzanskih indeksa, već bi prilikom odlučivanja da li će neku akciju zadržati u svom portfoliju ili ne trebalo da izvrši i detaljnu analizu stanja kompanije, kao i sveopšte situacije na tržištu.

Glavna hipoteza master rada glasi: *Formiranje cena akcija podložno je snažnom uticaju velikog broja različitih faktora, zbog čega je teško i složeno uspešno predvideti njihovo buduće kretanje.* Na primeru kompanije *Apple Inc.* smo videli da analiza kretanja akcija neke kompanije nije ni malo jednostavna i da zahteva obuhvatanje i obradu velikog broja različitih informacija. Kako bi se stekla potpunija slika o performansama neke kompanije, što će se zatim odraziti i na cenu njenih akcija, potrebno je najpre razumeti čime se kompanija bavi, koje proizvode ili usluge pruža, koji su glavni izvori njenih prihoda, koje troškove snosi i slično. Zatim je potrebno detaljno analizirati njene osnovne finansijske izveštaje, kako bi se stekao uvid o finansijskoj strukturi kompanije, njenoj zaduženosti, zarađivačkoj sposobnosti i drugim relevantnim aspektima. Zbog toga je značajno razumeti i poznavati različite

elemente finansijske analize, kao i različitih racia, čije smisleno tumačenje vrednosti nam može pružiti potpuniju sliku o profitabilnosti, likvidnosti i solventnosti neke kompanije. Nadalje, performanse neke kompanije ne zavise samo od sposobnosti njene uprave, već i od uticaja brojnih spoljnih faktora i dešavanja na tržištu na kojem ona posluje. Shodno tome, izvesnu pažnju smo posvetili i vodećim berzanskim indeksima, kao nekim od repera koji se koriste za praćenje stanja celokupne ekonomije. Nakon utvrđivanja trenutnog stanja u kompaniji pomoću pomenutih tehnika i metoda, investitori će uvek biti zainteresovani i za očekivana dalja kretanja akcija, kako bi znali da li bi određenu akciju trebalo da kupe, zadrže ili prodaju. Na osnovu svega do sada izloženog, možemo zaključiti da je glavna hipoteza master rada istinita, da je formiranje cena akcija zaista podložno uticaju velikog broja različitih faktora, od kojih se mnogi ne mogu jasno predvideti, zbog čega je veoma složeno i predviđanje njihovog budućeg kretanja.

Zaključak

Da bi investitori mogli doneti odgovarajuće odluke, oni moraju razumeti i koristiti različite tehnike i metode, kao što su fundamentalna i tehnička analiza, racio analiza finansijskih izveštaja, horizontalna i vertikalna analiza, kao i finansijska analiza iz perspektive investitora, koja pored informacija iz osnovnih finansijskih izveštaja koristi i tržišne informacije. U radu je bilo reči o svakoj od ovih metoda, a objašnjeni su i koncepti primarnog i sekundarnog finansijskog tržišta, njihovi učesnici i finansijski instrumenti, kao i neki od najznačajnijih berzanskih indeksa. Svi pomenuti koncepti i metode su potrebni kako bi se stekla potpuna slika o performansama neke kompanije, kao i da bi se obuhvatili, izmerili i prikazali faktori koji utiču na njeno poslovanje, a samim tim i na formiranje i kretanje cena njenih akcija, kada je reč o akcionarskim društvima. Glavna hipoteza u master radu glasi: *Formiranje cena akcija podložno je snažnom uticaju velikog broja različitih faktora, zbog čega je teško i složeno uspešno predvideti njihovo buduće kretanje.* Sve ranije pomenuto govori u prilog ove hipoteze, te možemo reći da je ona načelno istinita. Naime, predviđanje cena akcija je veoma otežano, kako zbog uticaja unutrašnjih i spoljašnjih faktora na poslovanje jedne kompanije, tako i zbog otežanog obuhvatanja i preciznog merenja efekata ovih faktora.

Ranije smo ustanovili da praćenje kretanja berzanskih indeksa predstavlja redovnu praksu svakog investitora, zbog čega je veoma važno razumevanje njihovog pojma, komponenti i načina izračunavanja. Dva najčešće korišćena indeksa su *S&P 500* i *DJIA*, a njihovo povećanje ili smanjenje može signalizirati da su akcije neke kompanije precenjene ili potcenjene, da li investitor treba da kupi ili proda određenu akciju, a isto tako i da li je ekonomija jedne zemlje na zadovoljavajućem nivou ili ne. Ipak, na primeru kompanije *Apple Inc.* ustanovili smo da, da bi investitor doneo konačnu odluku o ulaganju u akcije nekog preduzeća, nije dovoljno da se osloni samo na kretanje datog indeksa, već je neophodno da izvrši detaljniju analizu, koja će mu omogućiti da stekne potpuniju sliku o uspešnosti poslovanja određene kompanije, kao i da predvidi njene buduće performanse. Zbog svega toga, možemo zaključiti da je naša prva pomoćna hipoteza - Kretanje vodećih berzanskih indeksa može pomoći u predviđanju budućeg kretanja cena akcija - načelno istinita, ali uz isvesna ograničenja u smislu neophodnosti pribavljanja brojnih dodatnih informacija, kako bi se donela ispravna odluka o investiranju.

Napomenuli smo da je danas *S&P 500* indeks pouzdaniji od *DJIA* indeksa, a ovo zbog toga što on uključuje akcije 500 najuspešnijih kompanija na američkom tržištu, dok *DJIA* obuhvata akcije samo 30 vodećih kompanija. Ipak, zbog duge tradicije, *DJIA* indeks se i dalje redovno koristi, pri čemu se struktura kompanija čije cene akcija ulaze u ovaj indeks redovno menja, kako bi odgovarala savremenim uslovima i kako bi ovaj indeks pružio realnu sliku kretanja akcija najuspešnijih kompanija u američkoj privredi. Akcije kompanije *Apple Inc.*, od nedavno predstavljaju komponentu *DJIA* indeksa. Na osnovu dugogodišnjeg istorijskog iskustva, kao i primera kompanije *Apple Inc.*, pokazalo se da to što je neka akcija uključena u *DJIA* indeks, ne znači da će cene njenih akcija nužno rapidno rasti. Shodno tome, druga pomoćna hipoteza - Uključivanje akcije određene kompanije u neki od vodećih berzanskih indeksa povećava njenu atraktivnost za investitore – nije istinita, jer je nakon toga moguće kako povećanje, tako i smanjenje cena akcija date kompanije.

U okviru izvršene studije slučaja mogli smo videti kako se pomenute metode i tehnike za analizu hartija od vrednosti praktično primenjuju na primeru *Apple Inc.* kompanije. Najpre je bila izvršena horizontalna i vertikalna analiza bilansa stanja i bilansa uspeha ove kompanije. Na osnovu dobijenih rezultata uvideli smo da je na strani aktive bilansa stanja učešće stalne u ukupnoj imovini bilo dominantno u sve tri posmatrane godine, dok je na strani pasive uočena tendencija povećanja zaduženosti preduzeća, kao i povećanje učešća dugoročnih u ukupnim obavezama (sa 24,51% na 31,19%). Horizontalna analiza bilansa uspeha kompanije *Apple Inc.* nam je omogućila da steknemo potpuniju sliku o finansijskom položaju, kao i sposobnosti kompanije da ostvari dobitke. Neto dobitak posle poreza kompanije *Apple Inc.* je povećan u 2014. godini u odnosu na 2013. godinu za 0,0667%, a u 2015. u odnosu na 2013. godinu za čak 0,44% i pokazuje dalju tendenciju rasta u narednom periodu, što predstavlja korisnu informaciju za investitore, čije će ostvarene dividende zavisiti od ovih iznosa.

Nakon toga, izvršena je analiza profitabilnosti i likvidnosti date kompanije, primenom najčešće korišćenih racio pokazatelja. Možemo videti da je finansijska struktura kompanije u poslednjem periodu u odličnom stanju, o čemu svedoči činjenica da su vrednosti glavnih pokazatelja profitabilnosti – *ROA* i *ROE* - u 2015. godini bili znatno iznad proseka sektora i proseka industrije, kao i iznosa ovih racia kod glavnih konkurenata *Apple Inc.* kompanije. Takođe, racio analiza likvidnosti je ukazala na blago opadanje likvidnosti kompanije *Apple Inc.* u 2015. u odnosu na ranije periode, što ne treba da bude zanemareno i zahteva praćenje kretanja ovih racia u budućnosti.

U okviru izvršene finansijske analize iz perspektive investitora, obračunate su vrednosti *P/E* racia, *P/B* racia i *P/OP* racia kompanije *Apple Inc.* za period od 5 godina (od 2011. do 2015. godine). Vrednosti ovih pokazatelja treba da ukažu na to da li su akcije kompanije *Apple Inc.* precenjene ili potcenjene. *P/E* racio kompanije *Apple Inc.* postepeno je opadao u periodu od 2011. do 2013. godine, nakon čega je značajno povećan u 2014. godini (sa 12,75 na 15,60). U 2015. godini je iznos ovog racia znatno opao, ispod nivoa iz 2013. godine (na 12,45). Tokom posmatranog perioda vrednost *P/E* racia kompanije *Apple Inc.* bila je ispod proseka u industriji i sektoru industrije kojoj pripada ova kompanija. Iznosi *P/B* racia kompanije *Apple Inc.* bile su znatno iznad orijentacione normale (koja iznosi 1), kao i iznad proseka sektora, industrije i konkurentskih kompanija. Takođe, vrednost ovog racia je postepeno opadala do 2013. godine, nakon čega je u 2014. godini znatno porasla u odnosu na prethodnu (sa 3,82 na 5,53) i nastavila tendenciju rasta u 2015. godini. Kako bi slika bila upotpunjena, obračunat je i *P/OP* racio, čija je vrednost u 2014. u odnosu na prethodnu godinu značajno porasla (sa 9,64 na 11,74), nakon čega je u 2015. opala ispod nivoa iz 2013. godine, što ne predstavlja poželjno kretanje ovog pokazatelja.

Niske vrednosti *P/E* racia u poslednjih 5 godina ukazuju na to da su akcije *Apple Inc.* kompanije potcenjene, s obzirom na to da su njene performanse uglavnom na zadovoljavajućem nivou. Tokom leta 2015. godine akcije *Apple Inc.* kompanije su dostigle do sada najviši iznos od 134,54 *USD* po akciji, nakon čega su veoma brzo pale na iznos od 107 *USD*. Imajući u vidu dominantno visoke iznose *P/B* racia kompanije *Apple Inc.*, njenu ustanovljenu visoku profitabilnost i zadovoljavajuću finansijsku strukturu, kao i činjenicu da je kompanija od marta 2015. godine uključena u *DJIA* indeks, kao jedna od 30 najboljih u SAD-u, mogli bismo zaključiti da bi cene njenih akcija u budućnosti trebalo da se povećaju. Ipak, neminovne su

izvesne fluktuacije cena u kratkom roku. Naime, ranije smo pomenuli neke od glavnih proizvoda ove kompanije, kao i koliko prodaja svakog od ovih proizvoda doprinosi ostvarenju prihoda *Apple Inc.* kompanije. Iz njenih osnovnih finansijskih izveštaja možemo videti da se prihodi od prodaje u prva tri kvartala 2016. godine postepeno smanjuju i iznose 75.872, 50.557 i 42.358 miliona *USD*, respektivno (Izvor: <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Financial-Statement/Income-Statement/Quarterly-Data>). Dati rezultati u 2016. godini ukazuju da kompanija *Apple Inc.* mora pronaći nove izvore prihoda i izvršiti eventualnu inovaciju svojih proizvoda. Utešna činjenica je da kompanija već radi na rešavanju ovog problema i da je počela da unapređuje svoje usluge, koje mogu postati novi značajan izvor prihoda u narednom periodu. Uzevši sve u obzir, možemo zaključiti da je treća pomoćna hipoteza - Akcije kompanije *Apple Inc.* su atraktivne za investitore – istinita, ali uz izvesna ograničenja. Naime, bilo bi poželjno kupiti date akcije sada, kada je njihova cena relativno niska, ali ih ne prodavati u kratkom, već zadržati na dugi rok, kada se očekuje prestanak fluktuacija cena, kao i prodaja novog modela mobilnog telefona *iPhone 7*, koji bi mogao dovesti do značajnog povećanja prihoda, a samim tim i rasta cena akcija *Apple Inc.* kompanije.

Literatura

- 1) Aaker, D., Kumar, V., Day, G. (2008), *Marketinško istraživanje*. Beograd, Srbija: Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu.
- 2) Ausick, P. (2014). The 5 Most Important Nasdaq Companies. *24/7 Wall St.*, [online] Dostupno na: <http://247wallst.com/technology-3/2014/12/27/the-5-most-important-nasdaq-companies/> [Pristupljeno: 08.09.2016.].
- 3) Barjaktarović, L., Jović, Z., Milojević, M. (2013), *Poslovne finansije*. Beograd, Srbija: Univerzitet Singidunum.
- 4) Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. J. (2014). *Investments (10th ed.)*. New York, NY: McGraw-Hill Education.
- 5) Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. J. (2009). *Osnovi investicija*. Beograd, Srbija: Datastatus.
- 6) Bora, K. (2014). iPhone 6 With Bigger Display: New Research Report Shows Why Apple Needs To Release A Phone With A 5-Inch Or Larger Screen. *IBT* [online] Dostupno na: <http://www.ibtimes.com/iphone-6-bigger-display-new-research-report-shows-why-apple-needs-release-phone-5-1583485> [Pristupljeno: 19.05.2016.].
- 7) Đuričin, D., Janošević, S., Kalićanin, Đ. (2013). *Menadžment i strategija (8th ed.)*. Beograd, Srbija: Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu.
- 8) Fischer, D. E., Jordan, R. J. (1991). *Security Analysis and Portfolio Management*, Englewoods Cliffs, NJ: Prentice Hall, Inc..
- 9) Graham, B., Buffett, W. E., Zweig, J. (2003) *The Intelligent Investor: the definitive book on value investing (revised ed.)*. New York, NY: HarperCollins Publishers Inc..
- 10) Graham, B. i Dodd, D. L. (2009). *Security Analysis (6th ed.)*. New York, NY: The McGraw-Hill Companies, Inc..
- 11) Grosvenor, R., Vriens, M. (2006) *The Handbook of Marketing Research: Uses, Misuses, and Future Advances*. Thousand Oaks, CA: Sage Publications, Inc..
- 12) Hankin, A. (2016). Apple, AT&T and 'The Dow Effect' (AAPL, T). Investopedia [online] Dostupno na: <http://www.investopedia.com/articles/insights/051216/apple-att-and-dow-effect-aapl-t.asp> [Pristupljeno: 19.05.2016.].
- 13) Heisler, J. (2012). How Apple conducts Market Research and keeps iOS source code locked down: Recent court filings have revealed the extent of Apple's in-house market research along with how it keeps iOS source code locked down. *Network World: IONAPPLE* [online] Dostupno na: <http://www.networkworld.com/article/2222892/wireless/how-apple-conducts-market-research-and-keeps-ios-source-code-locked-down.html> [Pristupljeno: 19.05.2016.].

- 14) Ivanišević, M. (2012). *Poslovne finansije*. Beograd, Srbija: Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu.
- 15) Jeremić, Z. (2012). *Finansijska tržišta i finansijski posrednici*. Beograd, Srbija: Univerzitet Singidunum.
- 16) Jeremić, Z. (2012). *Finansijska tržišta – Praktikum*. Beograd, Srbija: Univerzitet Singidunum.
- 17) Kaufman, P. J. (2013). *Trading Systems and Methods (5th ed.)*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc..
- 18) Knežević, G., Stanišić, N., Mizdraković, V. (2013) *Analiza finansijskih izveštaja*. Beograd, Srbija: Univerzitet Singidunum.
- 19) Kotler, P., Keller, K. L. (2014). *Marketing management (14th ed)*. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- 20) Lashinsky, A. (2010). The Decade of Steve Jobs. *Fortune* [online] Dostupno na: <http://fortune.com/2009/11/23/decade-steve-jobs-apple/> [Pristupljeno: 19.05.2016.].
- 21) Lee, C. (2015) Apple looking for Apple Watch feedback via market research survey. *iDownloadBlog* [blog] Dostupno na: <http://www.idownloadblog.com/2015/05/16/apple-watch-market-research/> [Pristupljeno: 19.05.2016.].
- 22) Lynch, P., Rothchild, J. (2000). *One up on Wall Street: How to Use What You Already Know to Make Money in the Market*. New York, NY: Simon & Schuster.
- 23) Malinić, D., Milićević, V., Stevanović, N. (2012). *Upravljačko računovodstvo*. Beograd, Srbija: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta.
- 24) Markoff, J. (2011). Apple's Visionary Redefined Digital Age. *The New York Times*, [online] 5 October, Dostupno na: [http://www.nytimes.com/2011/10/06/business/steve-jobs-of-apple-dies-at-56.html?_r=3&pagewanted=2&hp_\(stiv_jobs\)](http://www.nytimes.com/2011/10/06/business/steve-jobs-of-apple-dies-at-56.html?_r=3&pagewanted=2&hp_(stiv_jobs)) [Pristupljeno: 19.05.2016.].
- 25) Mishkin, F. S. (2004). *The economics of money, banking and financial markets (7th ed.)*. Menlo Park, CA: Addison Wesley.
- 26) Mishkin, F. S., Eakins, S. G. (2011). *Financial markets and institutions (7th ed.)*. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- 27) Patel, N. (2016). 7 Key Strategies That You Must Learn from Apple's Marketing. *NEILPATEL blog* [blog] Dostupno na: <http://neilpatel.com/2016/03/01/7-key-strategies-that-you-must-learn-from-apples-marketing/> [Pristupljeno: 19.05.2016.].
- 28) Savić, Lj. (2013). *Ekonomika industrije (8th ed.)*. Beograd, Srbija: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu.

- 29) Stillman, R. J. (1986). *Dow Jones Industrial Average: History and role in an investment strategy*. Homewood, IL: Dow Jones-Irwin.
- 30) Šoškić, D. i Živković, B. (2009). *Finansijska tržišta i institucije*. Beograd, Srbija: Ekonomski fakultet u Beogradu.
- 31) Šoškić, D. (2010). *Hartije od vrednosti: upravljanje portfoliom i investicioni fondovi*. Beograd, Srbija: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu.
- 32) Vaishampayan, S. i Winkler, R. (2015). Apple Ascends to Dow Jones Industrial Average: Apple Replaces AT&T, Boosts Index's Weighting Toward Tech Stock. *The Wall Street Journal* [online] Dostupno na: <http://www.wsj.com/articles/apple-added-to-dow-jones-industrial-average-1425650402> [Pristupljeno: 08.09.2016.].
- 33) Van Horne, J. C., Wachowicz, J. J. M. (2008) *Fundamentals of Financial Management (13th ed.)*. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- 34) Vascellaro, J. E. (2012). Turns out Apple Conducts Market Research After All. *The Wall Street Journal* [online] Dostupno na: <http://blogs.wsj.com/digits/2012/07/26/turns-out-apple-conducts-market-research-after-all/> [Pristupljeno: 19.05.2016.].

Ostali elektronski izvori:

- 1) <http://www.investopedia.com/terms/r/roundlot.asp>
- 2) <http://www.investopedia.com/terms/a/amex.asp>
- 3) <http://www.investopedia.com/terms/a/nyse-amex.asp>
- 4) <http://www.investopedia.com/exam-guide/finra-series-6/securities-markets/nasdaq-national-association-securities-dealers-automated-quotation-system.asp>
- 5) https://en.wikipedia.org/wiki/S%26P_500_Index
- 6) http://moneymorning.com/wp-content/blogs.dir/1/files/2015/04/0415_DJI_Chart.png?4210df
- 7) <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Financial-Statement/Assets>
- 8) <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Financial-Statement/Liabilities-and-Stockholders-Equity>
- 9) <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Financial-Statement/Income-Statement>

- 10) <http://www.investopedia.com/articles/insights/051216/apple-att-and-dow-effect-aapl-t.asp?ad=dirN&qo=investopediaSiteSearch&qsrc=0&o=40186>
- 11) <http://investor.apple.com/secfiling.cfm?filingid=1193125-15-356351&cik=320193>
- 12) https://en.wikipedia.org/wiki/Dow_Jones_Industrial_Average
- 13) <http://www.investopedia.com/ask/answers/050115/what-does-dow-jones-industrial-average-measure.asp?ad=dirN&qo=investopediaSiteSearch&qsrc=0&o=40186>
- 14) <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Financial-Statement/Income-Statement/Quarterly-Data>
- 15) <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Valuation/Ratios/Quarterly-Data#Historical-Valuation-Ratios-Summary>
- 16) <http://elitemarkets.com/index.php/stocks/stock-market>
- 17) <http://etfhq.com/blog/2010/03/25/the-dow-theory/>
- 18) <http://www.celebup.com/tech/microsoft-remains-committed-to-windows-10-on-smartphones/76/attachment/apple-logo-sa>
- 19) <http://www.ohfabuloso.com/the-apple-empire-products-and-pricetags/>
- 20) <http://www.apple.com/pr/library/2015/10/27Apple-Reports-Record-Fourth-Quarter-Results.html>
- 21) <http://www.idownloadblog.com/2015/05/16/apple-watch-market-research/>
- 22) <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Ratios/Liquidity>
- 23) <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Ratios/Liquidity#Quick-Ratio>
- 24) <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Ratios/Profitability#ROA>
- 25) <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Ratios/DuPont>
- 26) <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Ratios/DuPont#Two-Component-Disaggregation-of-ROE>
- 27) <https://www.stock-analysis-on.net/NASDAQ/Company/Apple-Inc/Ratios/Profitability#ROE>