

## 5. AKCIJE

### 5.1. VRSTE AKCIJA, TEORIJE EFIKASNOSTI TRŽIŠTA, BERZANSKI INDEKSI I POLITIKE DIVIDENDI

Akcija je hartija od vrednosti koja definiše vlasnički odnos između korporacije i pojedinačnih akcionara. Osnovna svrha emitovanja akcije je prikupljanje kapitala, pri čemu se rizik poslovanja, srazmerno vlasničkom udelu, raspoređuje na sve akcionare. Sa aspekta emitenta, sredstva prikupljena emisijom akcija ne moraju da se vrate akcionarima, kao što je to slučaj kod emisije obveznica. Odnosno, akcionari kupovinom akcije postaju vlasnici dela kompanije u iznosu koliko akcija vredi, i sobzirom na to, dele rizik poslovanja kompanije sa ostalim akcionarima. Dve osnovne vrste akcija su:

- 1) obične i
- 2) prioritetne.

Obe akcije daju akcionaru pravo na dividendu (koje se obično isplaćuju kvartalno u Americi, a u ostalim zemljama polugodišnje ili godišnje), stim što je dividenda prioritetnih akcija unapred određena i ima prioritet isplate u odnosu na obične akcije. Međutim, obične akcije daju vlasniku pravo glasa, što je njihovo najvažnije pravo, dok prioritetne akcije to pravo nemaju. Sobzirom na karakteristiku fiksne dividende, prioritetna akcija je bliža obveznici nego običnoj akciji. Prioritetne akcije mogu da imaju razne specifičnosti, pa stoga razlikujemo 4 vrste:

- a) kumulativne prioritetne akcije – garantuju vlasniku da će se dividenda isplatiti, ako ne u tekućoj godini, onda u godini kada kompanija ostvari dobit.
- b) opozive prioritetne akcije – imaju klauzulu opoziva, što znači da ih emitent može povući (opozvati) po unapred utvrđenoj ceni u određenom periodu ili u bilo kom periodu. Klauzula opoziva će biti aktivirana ako su kamatne stope (pa samim tim i kamate) na tržištu niže od dividendi koje se isplaćuju prioritetnim akcionarima.
- c) participativne prioritetne akcije – daju pravo vlasniku da uz unapred definisanu fiksnu dividendu participira i u raspodeli neto profita posle oporezivanja na šta imaju pravo obični akcionari. Na ovaj način, vlasnik prioritetne akcije može da ostvari i ekstra prinos.
- d) Konvertibilne prioritetne akcije – daju pravo vlasniku da ih zameni za unapred poznat broj običnih akcija.

Obične i prioritetne akcije imaju nominalnu vrednost po kojoj su emitovane i sadašnju ili tržišnu vrednost, koja se utvrđuje na tržištu u interakciji ponude i tražnje za njima. Pošto su prioritetne akcije po svojim osobinama bliže obveznicama, njihova tržišna cena u velikoj meri zavisi od cene zajmavnog kapitala na tržištu, tj. ako kamatna stopa raste, cena prioritetnih akcija pada, a ako kamatna stopa pada, cena prioritetnih akcija raste. Sa druge strane, prinos na obične akcije niko ne garantuje i on isključivo zavisi od uspešnosti poslovanja kompanije. Prinos obične akcije se javlja u dva oblika:

- a) dividenda – koja se isplaćuje iz neto dobiti posle oporezivanja, ako menadžment odluči da isplati dividende, što ne mora da se desi, ako posatoji potreba za reinvestiranjem u kompaniju.
- b) kapitalni dobitak – koji se javlja kao razlika u ceni obične akcije prilikom njene kupovine u primarnoj emisiji ili na sekundarnom tržištu (kad je ona već emitovana) i njene prodaje na sekundarnom tržištu.

### ***VRSTE TRŽIŠTA SA ASPEKTA EFIKASNOSTI:***

Vrednost, odnosno cena običnih i prioriternih akcija se nakon emisije utvrđuje na tržištu, koje je slikovito rečeno, jedan ogroman rezervoar u koga se slivaju i obrađuju informacije pritekne sa raznih strana, a na bazi tih informacija proizilaze reakcije investitora koji onda definišu svoju nameru da kupe ili prodaju akciju. U zavisnosti od toga koje su sve informacije dostupne tržištu, razlikuju se različiti nivoi efikasnosti tržišta, koji mogu biti:

- a) slaba forma efikasnosti tržišta,
  - b) polujaka forma efikasnosti tržišta, i
  - c) jaka forma efikasnosti tržišta.
- a) Slaba forma efikasnosti tržišta ukazuje da cene akcija odražavaju sve informacije koje se mogu dobiti posmatranjem podataka vezanih za akciju iz ranijih perioda. Na primer, to mogu biti podaci o ranijim cenama akcije, podaci o obimu trgovanja u prethodnom periodu, srazmeran odnos ponude i tražnje za određenim akcijama, itd. Ove informacije se odnose na tzv. tehničku analizu, koja se u suštini bazira na obrascima vezanim za kretanje cena akcija. Tehnički analitičari se nazivaju čartisti (eng. *chart* je grafikon) i oni veruju da informacije koje se odnose na kretanje cene akcija u prošlom periodu mogu biti relevantne za buduće kretanje cene akcije, i zbog toga ih analiziraju.
- b) Polujaka forma efikasnosti tržišta – implicira da cene akcija odražavaju sve informacije iz istorijskih podataka akcija, kao i sve javno dostupne informacije o poslovnim izgledima firme. To znači da se na tržište, koje je u polujakoj formi, slivaju sve informacije iz slabe forme tržišta i sve dostupne javne informacije, koje su vezane za konkretnu firmu, kao i na makroekonomske izgleda koji mogu da utiču na firmu. Podaci vezani za firmu mogu biti vezani za njene buduće projekte, bilansni podaci, način organizacije, kvalitet menadžmenta, itd., a relevantni makroekonomske podaci mogu se odnositi na predikciju budućih kamatnih stopa, cene nafte, deviznog kursa, inflacije, stope rasta cele ekonomije, itd. Analitičari koji pokušavaju da predvide kretanje akcija na bazi informacija sa polu jake forme tržišta se nazivaju fundamentalisti. Prema tome, može se reći da je tržište u polujakoj formi ako brzo i na efikasan način obrađuje i ugrađuje podatke iz predhodnog perioda, kao i makroekonomske podatke u cene akcija.
- c) Jaka forma efikasnosti tržišta – ukazuje da na tržište dolaze sve informacije iz slabe i polujake forme tržišta, ali dolaze i informacije koje su dostupne samo privilegovanim licima (npr. top direktori i vlasnici kompanija), koja se nazivaju insajderi. Ova hipoteza o efikasnosti tržišta je ekstremna, jer je teško poverovati da na tržište dolaze i informacije koje su dostupne samo malom broju ljudi, jer bi u

tom slučaju svi sve znali, što nije realno. Treba reći da je u praksi strogo kažnjivo ako lica koja imaju insajderske informacije obave trgovanje akcijama (kupe ih ili prodaju) i na bazi toga ostvare profit. Na primer, ako generali direktor ili većinski vlasnik kompanije znaju da će finansijski izveštaji koji treba da se obelodane biti loši, a pre obelodanjivanja izveštaja prodaju svoje akcije, onda u tom slučaju, oni će na bazi insajderskih informacija ostvariti profit. To je zbog toga što nakon obelodanjivanja loših izveštaja cene akcija na tržištu će pasti, pri čemu su insajderi prodali svoje akcije po višoj ceni, dok još javnost nije bila upućena u loše rezultate kompanije. Prema tome, može se reći da su razvijena finansijska tržišta u polujakoj formi, a nerazvijena u slaboj formi, dok jaka forma tržišta ne postoji i samo je teorijska kategorija.

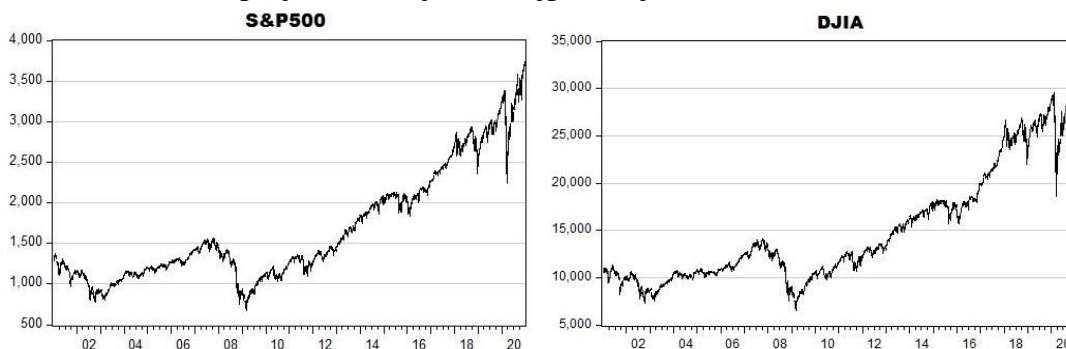
### ***BERZANSKI INDEKSI AKCIJA:***

Finansijsko tržište je mesto gde se apsorbuju sve informacije koje na njega konstantno dolaze i koje posledično utiču na kretanje cena akcija. Jedan od načina kako može da se vidi uticaj informacija na cene akcija je preko berzanskih indeksa. Berzanski indeksi su tržišni indikatori (pokazatelji) koji ukazuju na to kako se kreće tržište akcija, odnosno da li ono u proseku raste, opada ili stagnira. Svaka berza ima barem jedan tzv. kompozitni indeks, koji se sastoji od više akcija, najčešće reprezentativnih kompanija, koje su izabrane od strane berze da uđu u indeks. Ključni faktor pri izboru kompanije u indeks može biti veličina tržišne kapitalizacije kompanije, odnosno vrednost akcija pomnožena sa njihovim brojem, sektorska značajnost kompanije, stopa rasta kompanije, veličina godišnjeg profita, itd. Berzanski indeksi mogu biti sastavljeni tako da predstavljaju finansijsko tržište u celini ili pojedine njegove segmente, tj. pojedine grane ekonomije, npr. mašinska industrija, prehrambena industrija, farmacija, saobraćaj, trgovina, ugostiteljstvo, itd. Budući da se berzanski indeks sastoji od mnogo akcija, nekada i više stotina, onda berzanski indeks predstavlja vrlo diverzifikovan portfolio na koga ne utiče nesistemski rizik, pošto je on sveden gotovo na nulu, jer se indeks sastoji od velikog broja akcija. Drugim rečima, to onda znači da na indeks utiče samo sistemski rizik, odnosno makroekonomski fundamenti poput inflacije, cene nafte, kamatne stope, deviznog kursa, itd.. Zbog toga, brojni investitori se pre odlučuju da ulažu u indeks nego u pojedinačne akcije ili da prave sopstveni portfolio, jer su brojna iskustva pokazala da je vrlo teško ostvariti prinose koji su veći od prosečnog tržišnog prinosa ( $r_m$ ), odnosno vrlo je teško pobediti tržište (eng. *beat the market*). Berzanski indeksi u sebe uključuju uglavnom samo akcije, dok postoje i indeksi koji u sebe uključuju i obveznice, ali su oni manje brojni i manje značajni.

Matematički posmatrano, berzanski indeksi su u suštini ponderisani proseci. Ponderisanost indeksa može biti u obliku cenovne ponderacije ili na bazi tržišne kapitalizacije. Kada se kaže da su indeksi cenovno ponderisani, onda je veličina cene konkretne akcije njen ponder ili udeo u ukupnoj vrednosti indeksa. Sa druge strane, ako su indeksi ponderisani na bazi tržišne kapitalizacije, onda je ponder, tj. udeo, tržišna kapitalizacija konkretne kompanije u kapitalizaciji čitavog skupa kompanija koji čine indeks. Da ponovimo, tržišna kapitalizacija je vrednost svih akcija određene kompanije na tržištu, odnosno broj akcija na tržištu pomnožen sa njenom vrednošću. Pošto su

berzanski indeksi matematički posmatrano bazni indeksi, onda se njihova vrednost posmatra kao odnos tekuće vrednosti i bazne ponderisane vrednosti (vidi jednačinu 5.1). Taj količnik između tekuće i bazne ponderisane vrednosti akcija se po pravilu indeksira (množi) sa 10,100 ili 1000. Na ovaj način se obezbeđuje momentualna uporedivost trenutne vrednosti indeksa sa nekom vrednosti indeksa u bilo kom prethodnom periodu. Na slici 5.1 se mogu videti empirijska kretanja dva najpoznatija berzanska indeksa u Americi – S&P500 (*Standard & poor's 500*) i DJIA (*Dow Jones industrial average*). Uočljivo je da je dinamika oba indeksa vrlo slična, gotovo identična, jer na oba indeksa deluju isti makro faktori. Razlika je samo u tome što jedan indeks posmatra šire tržište, tj. 500 akcija (S&P500), a drugi posmatra uže tržište, tj. 30 akcija (DJIA).

**Slika 5.1.** Empirijska kretanja dva najpoznatija berzanska indeksa u Americi



Izvor: delo autora.

Indekse, kao tržišne pokazatelje, takođe mogu da naprave i specijalizovane institucije, npr. određene poznate brokersko-dilerske kuće, konsalting agencije za kreditni rejting (npr. *Standard & poor's*), finansijski časopisi i slično. Međutim, najveći broj indeksa formiraju same berze, uključujući u njih najreprezentativnije akcije, jer takve akcije moraju na najbolji način da oslikavaju celo tržište ili neki njegov deo. Najpoznatiji indeks koga formira Njujorška berza NYSE je *Dow Jones industrial average* – DJIA. Kada se DJIA prikazuje, onda često pored početnih slova sadrži broj 30, zato što u njega ulazi 30 akcija od kompanija koje su visoko renomirane i visoko kvalitetne na Njujorškoj berzi, a te akcije se u žargonu nazivaju *blue chip stocks*. Ovaj indeks je cenovno ponderisan, odnosno on predstavlja cenovni prosek akcija koje u njega ulaze. Ukupan broj listiranih akcija na NYSE je oko 2400, a sobzirom da DJIA uključuje samo 30 akcija, to može da dovede u pitanje njegovu reprezentativnost kad je u pitanju posmatranje aktivnosti celog tržišta. Prednost indeksa sa malim brojem akcija je da se on lako računa. Relacija (5.1) pokazuje kako se računa DJIA.

$$DJIE = \frac{\sum_i^n P_i}{N} \quad (5.1)$$

U jednačini (5.1),  $P_i$  je cena konkretne akcije  $i$ , kojih ima  $n = 30$ . Zbir vrednosti akcija u indeksu se deli sa brojem  $N = 30$ , da bi se dobila aritmetička sredina ili prosek vrednosti akcija u indeksu.

Sa druge strane, najpoznatiji indeks koji je ponderisan na bazi tržišne kapitalizacije je S&P500 indeks, koga je napravila rejting agencija *Standard & poor's* i koji obuhvata 500 akcija. Za razliku od DJIA, S&P500 obuhvata različite kompanije, i velike i male, i nove i stare, čime se povećava njegova reprezentativnost celog američkog tržišta. Pošto S&P500 obuhvata mnogo više akcija od DJIA, koje su pored toga raznorodnije, njegova adekvatnost, odnosno verodostojnost u smislu ocene aktivnosti tržišta je mnogo bolja u odnosu na DJIA. S&P500 ponderiše (množi) svaku akciju koju uključuje sa njenom tržišnom vrednošću, odnosno, S&P500 indeks umesto posmatranja vrednosti jedne akcije u indeksu, kao što je slučaj kod DJIA, posmatra vrednost akcijskog kapitala kompanija koje ulaze u indeks. To na primer znači da ako je tržišna kapitalizacija neke kompanije 2.8 puta veća od neke druge, ta kompanija će imati 2.8 puta veći ponder (udeo) u indeksu. Tržišna kapitalizacija konkretne kompanije se posmatra u odnosu na ukupnu tržišnu kapitalizaciju svih 500 kompanija, i na taj način se računa njen udeo. Za razliku od DJIA indeksa koji obuhvata samo akcije sa NYSE, S&P500 indeks posmatra akcije sa NYSE (oko 30%), ali i sa AMEX i NASDAQ berze. Iako S&P500 obuhvata samo 30% akcija sa NYSE, tržišna kapitalizacija tih akcija u S&P500 se kreće oko 75%, što znači da se najkvalitetnije kompanije kotiraju na NYSE. DJIA je napravljen 1896, a S&P500 od 1957 obuhvata 500 akcija i smatra se najboljim pokazateljem američkog tržišta. S&P500 se računa kao u izrazu (5.2):

$$S\&P500 = \frac{\text{sadašnja kapitalizacija 500 kompanija}}{\text{bazna kapitalizacija 500 kompanija}} \quad (5.2)$$

Pored DJIA i S&P500 indeksa, još neki svetski poznati indeksi su FTSE100 (britanski), DAX30 (nemački), NIKKEI225 (japanski), CAC40 (francuski), itd. Brojevi u indeksu predstavljaju broj akcija koji konkretni indeks obuhvata.

### ***POLITIKA DIVIDENDI:***

Kada se govori o dividendnoj politici, u smislu da li dividende isplatiti ili ne, onda se misli na dividende koje donose obične akcije, jer te dividende nemaju fiksni iznos kao kod prioritarnih akcija. Drugim rečima, njihova isplata i iznos zavise od ostvarenog rezultata kompanije, odnosno neto dobiti, stoga njihov iznos može biti promenljiv. Dividende predstavljaju jedan od dva prinosa koje vlasnik običnih akcija može da ostvari. Odnosno, pored dividendi, vlasnik akcije može da ostvari i kapitalni dobitak, što je razlika u ceni između kupovne i prodajne vrednosti akcije. Dividendni prinos i ukupan prinos na običnu akciju su prikazani u relacijama (5.3) i (5.4).

$$\text{dividendni prinos} = \frac{\text{godišnje dividende po akciji}}{\text{cena akcije}} \quad (5.3)$$

$$\text{ukupan prinos na akciju} = \text{dividendni prinos} + \text{kapitalni dobitak} \quad (5.4)$$

Zašto je dividendnu politiku uopšte potrebno razmatrati? Kao što je rečeno, cene akcija su rezultat informacija koje dolaze na tržište, a veličina dividendi i neprekidnost njihove isplate prenosi važne informacije tržištu o uspešnosti poslovanja kompanije. U skladu sa tim, postoje tri gledišta vezano za politiku dividendi i svako ima svoje argumente. Ta gledišta su:

- 1) dividende su irelevantne,
  - 2) dividende su loše, i
  - 3) dividende su dobre.
- 
- 1) Dividende su irelevantne – teoretičari koji zastupaju ovo stanovište polaze od ubeđenja da preduzeća koja isplaćuju veće dividende nude manji rast cene akcije. Drugim rečima, ako kompanija isplaćuje veće dividende, onda će joj ostati manje sredstava za svoje investicije, a dividende su najpovoljnija sredstva za kompaniju, jer ne koštaju ništa. Ako kompanija isplati dividende, onda će neophodna sredstva morati da pribavi emisijom obveznica, emisijom akcija ili uzimanjem kredita od banke. Sva ta sredstva koštaju. Kapital prikupljen obveznicama i kreditom od banke košta kamatnu stopu, a investitori u akcije očekuju da ostvare zahtevanu stopu prinosa (koju sugerise CAPM model). Odnosno, nabavka novih sredstava iz pomenutih izvora povećava trošak kapitala, što smanjuje profit kompanije, a to se onda posledično odražava na cenu akcije. Drugim rečima, ukupan prinos akcionata će ostati nepromenjen, bilo da kompanija isplati dividende ili ne. To je zbog toga što veće dividende podrazumevaju niži kapitalni dobitak, a niže dividende veći kapitalni dobitak. Onda bi ukupan prinos na akciju bio isti bez obzira da li su se sva sredstva iz ostvarene neto dobiti isplatila u vidu dividende ili su se sva sredstva reinvestirala.
  - 2) Dividende su loše – zastupnici ovog gledišta objašnjavaju svoj stav činjenicom da prinosi o dividendi imaju nepovoljniji poreski tretman od oporezivanja kapitalne dobiti nastale po osnovu rasta cene akcije. U mnogim zemljama, država namerno oporezuje dividende većim poreskim stopama kako bi stimulisala reinvestiranje dobiti i time rast kompanije. Zbog lošijeg poreskog tretmana dividendi, akcinari bi trebali da „kazne“ kompanije koje isplaćuju dividende tako što će prodati te akcije, što bi uticalo na smanjenje cene akcija takvih kompanija.
  - 3) Dividende su dobre – poslednje stanovište je na poziciji da su dividende dobre, i bez obzira na činjenicu da dividende imaju lošiji poreski tretman od kapitalne dobiti, u praksi kompanije nastavljaju da isplaćuju dividende i te isplate obično smatraju pozitivnim činom. Sledeći argumenti mogu da se čuju u prilog ovom stanovištu. **1)** Argument „vrabac u ruci“ govori o tome da akcionari vole dividende jer su one „sigurna“ isplata, dok je rast akcija neizvestan. Reč sigurna je pod navodnicima, jer ni dividende nisu sigurne, iako kompanija ima želju da ih isplati, zato što dividende zavise od visine ostvarene neto dobiti. **2)** Drugi argument je usmeren ka činjenici da mnogi akcionari vole dividende zato što ne plaćaju ili plaćaju vrlo male poreze, ili im dividende trebaju zbog redovnih novčanih tokova. Na primer institucionalni investitori poput penzionih fondova i osiguravajućih društava su oslobođeni plaćanja poreza na prihode iz dividendi u Americi. **3)** Treći

argument se odnosi na činjenicu da dividende služe kao važan signal za određene informacije finansijskim tržištima. Finansijska tržišta često sa skepsom gledaju na saopštenja kompanija o budućim rezultatima, jer su takva saopštenja neretko precenjena. Zbog toga, teorija o dividendama je na stanovištu da kompanija treba da preduzima one aktivnosti koje ne mogu lako da se imitiraju od strane kompanija sa ne tako dobrim projektima. Povećanje dividendi se smatra jednim takvim signalom, jer se time kompanija obavezuje da će u dugom roku isplaćivati povećane dividende, što nesumljivo šalje dobar signal tržištu, jer da kompanije to ne može, nikad se ne bi odlučila na taj korak. Istovremeno, kompanija na ovaj način izdvaja sebe iz mnoštva drugih kompanije koje nisu u stanju da povećavaju dividende, što u očima investitora stavlja tu kompaniju na vrlo visoku poziciju. 4) Poslednji argument vezan za stanovište da su dividende dobre se odnosi na mogućnost kompanije da preko isplate dividendi utiče na svoju strukturu kapitala, odnosno odnos između vlasničkog (akcionarskog) i dugovnog kapitala. Naime, ako kompanija vodi politiku visokih dividendi, onda se tokom vremena povećava udeo duga, jer se neophodna sredstva prikupljaju zaduživanjem. Sa druge strane, smanjenjem dividendi, zaduženost se smanjuje, jer se neto dobit reinvestira. Na ovaj način, kompanija može da preko politike dividendi indirektno da utiče na svoju strukturu kapitala, sa ciljem da dođe do optimalne strukture kapitala koja je karakteristična za druge kompanije i iste delatnosti. Generalno pravilo je da kompanije koje dolaze iz mašinske, auto ili elektro industrije mogu sebi da priušte veći nivo pozajmljenog kapitala u ukupnom kapitalu. To je zbog toga što one mogu na uzete kredite da daju zalogu na bazi svojim zaliha, osnovnih sredstava ili postrojenja, i time mogu više da se zaduže, povećavajući na taj način tzv. efekat finansijske poluge.

Šta je finansijska poluga. Finansijska poluga je efekat iskazivanja rezultata u odnosu na akcijski kapital (ROE – *return on equity*). Na primer, ako obe kompanije ostvaruju 100.000 n.j. neto dobiti i imaju istu vrednost ukupnog kapitala od npr. 1.000.000 n.j. onda je stopa povrata na ukupni kapital (ROA – *return on asset*)  $100.000 / 1.000.000 = 0.1 = 10\%$ . Međutim, akcionare interesuje kolika je stopa povrata na akcijski kapital, a ne na ukupni. Pretpostavimo da prva kompanija ima 70% akcijskog kapitala i 30% duga, a druga ima 50% akcijskog i 50% duga. Onda je ROE prve kompanije  $100.000 / 700.000 = 0.1429 = 14.29\%$ , a ROE druge kompanije je  $100.000 / 500.000 = 0.2 = 20\%$ . Drugim rečima, dokle god kompanija ostvaruje pozitivan rezultat, veći udeo duga u strukturi kapitala daje veću finansijsku polugu, odnosno veći rezultat na akcijski kapital, zato što se neto dobit koja je rezultat ukupnog kapitala stavlja u odnos samo sa akcijskim kapitalom. Naravno, ovde treba biti oprezan sa visinom duga, jer dug mora da se vrati, a ako ne može da se vrati, onda kompanija može da bankrotira. Prema tome, kompanija treba da ima optimalni odnos akcijskog kapitala i duga, a posedovanje realne imovine koja može da služi kao zaloga povećava taj udeo. Sa druge strane, kompanije koje imaju značajan deo svoje vrednosti u intelektualnoj svojini, poput softverskih ili farmaceutskih kompanija, imaju manji udeo duga u ukupnom kapitalu, jer svoju intelektualnu

imovinu ne mogu tako lako da ponude kao zalogu, jer njena vrednost vremenom može značajno da se promeni. .

Empirijska istraživanja koja su rađena na temu isplate dividendi su došle do sledećih zaključaka. Prvo, dividende imaju tendenciju da prate trend zarade, odnosno ostvarenog profita kompanije. Drugo, dividende predstavljaju osetljivo pitanje, odnosno kompanije obično oklevaju da promene dividendnu politiku, posebno oklevaju da smanje dividende, čak i u situacijama kada zarade kompanije opadaju. Treće, dividende imaju tendenciju da se kreću mnogo mirnijom putanjom u odnosu na zarade kompanije. Četvrto, postoje jasne razlike u dividendnoj politici tokom životnog ciklusa kompanije, odnosno dividende se mnogo manje isplaćuju u početnim fazama kompanije kad one beleže visoke stope rasta i kad su im novčana sredstva neophodna za dalji rast.